



UNIVERSIDADE | FACULDADE  
CATÓLICA | DE DIREITO  
PORTUGUESA |  
ESCOLA DE LISBOA

MESTRADO FORENSE

# ***Best execution rule* – O dever de execução nas melhores condições**

Miguel Maria Gouveia de Resende Elvas

Trabalho elaborado sob orientação do Sr. Dr. Paulo Câmara.

Lisboa

Agosto de 2012

## Índice

<i>Modo de citar</i> .....	2
<i>Lista de abreviaturas</i> .....	3
<i>Introdução</i> .....	4
 <i>Capítulo I - Enquadramento Geral</i> .....	5
1. O dever de execução nas melhores condições antes da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros .....	5
2. O dever de execução nas melhores condições no quadro da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros .....	8
 <i>Capítulo II - O dever de execução nas melhores condições no Código dos Valores Mobiliários</i> .....	13
1. Âmbito subjectivo .....	13
2. Âmbito objectivo .....	13
3. O comando postulado pelo dever de melhor execução: a obtenção do melhor resultado possível para o cliente .....	17
4. Os factores de execução ( <i>execution factors</i> ) .....	19
4.1. A determinação da importância relativa dos factores de execução .....	26
5. A política de execução de ordens dos intermediários financeiros: função e relevância no quadro do dever de melhor execução .....	29
5.1. Do conteúdo e segmentação da política de execução .....	31
5.1.1. Conteúdo da política de execução .....	31
5.1.2. Da segmentação da política de execução .....	34
5.2. O dever de informar o cliente sobre a política de execução .....	34
5.3. O consentimento do cliente relativamente à política de execução .....	36
5.4. Avaliação da política de execução .....	36
5.4.1. O dever de rever ( <i>review</i> ) a política de execução .....	38
5.4.2. O dever de monitorizar ( <i>monitor</i> ) a política de execução .....	38
 <i>Capítulo III - Da violação do dever de melhor execução</i> .....	40
1. Pressupostos da responsabilidade civil por violação do dever de melhor execução: em especial, a ilicitude e o dano .....	40
1.1. A ilicitude .....	41
1.2. O dano .....	47
 <i>Capítulo IV - Perspectivas futuras: o impacto da revisão da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros no regime do dever de melhor execução.</i> .....	49
 <i>Conclusões</i> .....	52
<i>Bibliografia</i> .....	53

## **MODO DE CITAR**

- I. Na primeira citação de cada obra em texto, esta indica-se por autor, título e páginas. Nas referências subsequentes a citação será feita apenas mediante a indicação do nome autor, seguido da designação *op.cit.*. Quando forem citadas diversas obras do mesmo autor, a citação será feita mediante a indicação do nome do autor, do título abreviado da obra já citada, e da/s página/s em questão.
- II. No índice bibliográfico final, onde se elencam as obras consultadas e citadas ao longo do presente trabalho, estas referenciam-se por autor, título, tomo e/ou volume, edição (quando exista mais do que uma), local de edição, ano de publicação, e respectivas páginas. Tratando-se de publicação periódica, acrescenta-se, a seguir ao título do artigo, a designação do periódico, número, mês/ano de publicação, seguindo-se as respectivas páginas.
- III. De acordo com um critério que tem recentemente sido seguido entre nós, e que temos por melhor, optamos por não traduzir os excertos das obras estrangeiras citadas ao longo do presente trabalho.
- IV. Salvo indicação em contrário, todas as disposições legais mencionadas ao longo do texto pertencem ao Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e alterado pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio e pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, Lei n.º 46/2011, de 24 de Junho e pelo Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de Junho).

## **LISTA DE PRINCIPAIS ABREVIATURAS UTILIZADAS**

<i>AMF</i>	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
<i>BMJ</i>	Boletim do Ministério da Justiça
<i>Cad. MVM</i>	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
<i>CESR</i>	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
<i>C.C.</i>	Código Civil
<i>Cód. VM</i>	Código dos Valores Mobiliários
<i>DMIF</i>	Directiva do Mercados de Instrumentos Financeiros
<i>DSI</i>	Directiva relativa aos Serviços de Investimento
<i>ESMA</i>	<i>European Securities and Markets Authority</i>
<i>FSA</i>	<i>Financial Services Authority</i>
<i>OTC</i>	<i>Over-the-counter</i>
<i>RLJ</i>	Revista de Legislação e de Jurisprudência
<i>RMIF</i>	Regulamento relativo ao Mercado de Instrumentos Financeiros

## **Introdução**

O presente trabalho tem por objecto o dever de execução nas melhores condições ou o dever de obter o melhor resultado possível para o cliente, em especial na formulação que foi dada pela Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

Contrapartida necessária da abolição da regra da concentração e correlativa fragmentação das estruturas de negociação, o dever de melhor execução surge hoje, no panorama europeu, como um dos mecanismos por excelência de tutela do investidor.

Destarte, apesar de dotado com uma arquitectura inovadora e ambiciosa, a imputação do dever de best execution no âmbito da execução de ordens pelos intermediários financeiros continua, ainda assim, a suscitar vários problemas, assumindo especial acuidade os relacionados com as dificuldades da sua concretização prática e, bem assim, com a avaliação do seu cumprimento.

Sem pretender dar uma resposta acabada aos diversos problemas que esta temática encerra, espera-se que as considerações que se seguem possam constituir um modesto contributo para o estudo do dever de melhor execução, um tema muito por desbravar e com contornos que, em nome da protecção do investidor e da eficiência dos mercados, merecem ser objecto de maior precisão.

## Capítulo I - Enquadramento Geral

### ***1. O dever de execução nas melhores condições antes da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros***

Embora ocupe actualmente um lugar cimeiro na hierarquia das atenções dos peritos financeiros e das autoridades reguladoras e de supervisão, a verdade é que a *best execution*, pese embora em termos pouco ambiciosos e lineares, já há muito que vem sendo chamada à colação no quadro da execução de ordens pelos intermediários financeiros.<sup>1 2</sup>

No espaço Europeu, parece possível afirmar que já do quadro regulatório da Directiva dos Serviços de Investimento (doravante, vulgo DSI)<sup>3</sup>, *maxime* do escopo do seu artigo 11.º, seria possível recortar, ainda que com algum esforço hermenêutico, um afloramento da *best execution*.<sup>4 5</sup>

Do corpo desta disposição, aplicável aos serviços de investimento, importa, no essencial, reter os seguintes segmentos: “(...) *no exercício da sua actividade, actuar com lealdade e equidade na defesa dos interesses dos seus clientes e da integridade do*

---

<sup>1</sup> Como bem salientam Macey e O'Hara, “(...) *the obligation to give costumers the benefits of best execution of orders is one of the most well-established principles of securities law (...)*”. Cf. J. MACEY / M. O'HARA, “*The Law and Economics of Best Execution*”, p. 190.

<sup>2</sup> Sobre os conceitos legais de intermediação financeira e de intermediários financeiros, *vide* arts. 289.º e 293.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante, vulgo Cód.VM). Para uma visão global da sua evolução histórica e institucional, *vide* PAULO CÂMARA, “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, pp. 353-359.

<sup>3</sup> A referência à DSI deve ser entendida como efectuada para a Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993.

<sup>4</sup> Neste sentido, Pierre Casey/Karel Lannoo, “*The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*”, pp. 4-6; SCOTT MCCLESKEY, “*Achieving Market Integration*”, p. 41.

<sup>5</sup> Saliente-se, porém, que, em bom rigor, estamos a recortar o dever de execução nas melhores condições dos deveres de diligência, lealdade e de actuação no respeito dos interesses do cliente. No sentido da admissibilidade deste recorte, *vide* NIAHM MOLONEY, “*EC Securities Regulation*”, p. 622, nota 363; P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 424; J. MACEY/ M. O'HARA, “*From orders to markets regulation*”, p. 62. Todavia, como *infra* se detalhará, embora ostente semelhanças valorativamente atendíveis, em especial com o dever de actuação no respeito dos interesses do cliente, importa não olvidar que a *best execution*, na sua configuração actual, vai para além daqueles deveres, daí que mereça um tratamento dogmático autónomo. Em sentido próximo, *vide* P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 424.

*mercado(...)*”;“(…) actuar com a competência o cuidado e a diligência que se impõem, no interesse dos seus clientes e da integridade do mercado(...)”.

A verdade, porém, é que o cunho eminentemente abstracto desta disposição<sup>6</sup>, aliado à flexibilidade dos termos da respectiva transposição, redundou numa heterogeneidade regulatória ao nível das legislações dos vários Estados-Membros.<sup>7</sup>

Com efeito, na ausência de uma definição de execução nas melhores condições a adoptar no seio da União Europeia, os vários Estados-Membros limitaram-se a adoptar o seu próprio conceito de *best execution*. A emergência de disparidades regulatórias apresentava-se, nestes termos, como uma inevitabilidade.<sup>8</sup>

Entre nós, parece possível afirmar que o dever de execução nas melhores condições, enquanto concretização do dever de respeito pelos interesses do cliente, também não se apresenta como uma novidade *in próprio sensu*. Com efeito, ao remeter para os cânones de diligência na execução de ordens, e ao obrigar os intermediários financeiros “a realizar as transacções nas melhores condições que o mercado viabilize”, o art.º 434.º e

---

<sup>6</sup> Que, tal como na generalidade das disposições da DSI, é o reflexo de uma regulação primordialmente baseada em princípios. Sobre a distinção entre “*principles based regulation*” e “*rules based regulation*”, e respectivas vantagens e inconvenientes, vide P. CÂMARA, “A regulação baseada em princípios e a DMIF”, in Cad. MVM, n.º 27, 2007.

<sup>7</sup> Neste sentido, P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID Implementing...*”, p. 5-6; S. MCCLESKEY, *op.cit.*, p. 59-60.

<sup>8</sup> Para um sumário de diversas concretizações do dever de *best execution* pelas autoridades reguladoras de diversos Estados-Membros, vide *Financial Services Authority* (doravante, vulgo FSA), *Best Execution, Discussion Paper* (2001), Anexo B 1. Do cômputo geral das diversas concretizações implementadas ressalta a variedade dos critérios orientadores da execução nas melhores condições. Com efeito, se houve países que adoptaram um conceito genérico de *best execution* (v.g. Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Portugal e Espanha), outros atribuíram preponderância ao factor preço (v.g. Reino-Unido, Dinamarca, Alemanha, Itália e Noruega) ou, a par do preço, ao tempo de execução (v.g. Áustria, Bélgica e Grécia).. Para uma visão global do regime vigente no direito anglo-saxónico vide FSA, *Best Execution, Discussion Paper* (London, 2001), em especial, pp.13-14; DICK FRASE, “*Conduct of Business Standards - Best execution*”, pp. 185-190, 199; SCOTT MCCLESKEY, *op.cit.*, pp. 51-59.

a alínea – a) do art. 664.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários<sup>9</sup>, respectivamente, já pareciam corporizar um dever funcionalmente simétrico.<sup>10</sup>

Destarte, foi ao determinar no n.º 2 do seu art. 330.º: “*Na falta de indicações do ordenador, as ordens devem ser executadas nas melhores condições que o mercado viabilize, imediatamente ou no momento mais adequado*”, que o Código dos Valores Mobiliários<sup>11</sup> formalizou, em termos literalmente inquestionáveis, o dever de *best execution*, no Direito Português.<sup>12 13</sup>

Sem prejuízo do mérito das diversas concretizações do núcleo valorativo da *best execution* enquanto dever basilarmente apoiado na diligência e na estrita prossecução dos interesses do cliente, não parece excessivo afirmar que as mesmas pecavam pela sua reduzida densidade prescritiva e, consequentemente, pelas dificuldades de aferição *ex post* do seu cumprimento.<sup>14</sup>

Todavia, o risco subjacente à falta de plena operacionalidade do dever de melhor execução foi sendo temperado pelo facto de, por força da regra da concentração<sup>15</sup>, a generalidade das ordens ser executada em mercados regulamentados.<sup>16</sup>

---

<sup>9</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de Abril.

<sup>10</sup> Neste sentido, cf. NUNO CASAL, “*Best Execution - Execução nas melhores condições ou o Dever de Obter o Melhor Resultado Possível*”, p.129-130. Em sentido idêntico, embora evidenciando a discutibilidade da afirmação, vide Cf. P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 424.

<sup>11</sup> Na versão original aprovada pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

<sup>12</sup> Neste sentido, cf. P. CÂMARA, “*Manual...*” p. 425.

<sup>13</sup> Para uma visão global, no âmbito Código do Mercado de Valores Mobiliários, dos deveres dos intermediários financeiros no quadro da execução de ordens dos clientes, vide NUNO CASAL, “*Diligência exigida aos intermediários financeiros no cumprimento de ordens de bolsa*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1998

<sup>14</sup> Em especial nos países que, como Portugal, optaram por um sistema de cláusula geral. Traduzindo-se, em regra, numa mera “*aplicação mais ou menos automática e consensual do dever de diligência*”. Cf. N. CASAL, “*Best...*”, p. 130.

<sup>15</sup> Prevista no n.º 3 do art. 14.º da DSI, a regra da concentração permitia às autoridades dos diversos Estados-Membros exigir que as ordens dos pequenos investidores fossem exclusivamente executadas em mercado regulamentado. Entre nós esta regra foi consagrada em termos mitigados no n.º 4 do art. 330.º do Código de 1999, no termos do qual: “*as ordens relativas a valores mobiliários admitidos à negociação num mercado devem ser executadas nesse mercado, salvo indicação expressa e por escrito do ordenador*”. No Reino-Unido, a possibilidade de execução de ordens numa pluralidade de estruturas de



Ora, como facilmente se compreende, uma alteração do paradigma da concentração desacompanhada de uma alteração dos moldes da *best execution*, redundaria numa desprotecção particularmente acentuada do investidor, o qual ficaria colocado numa situação próxima da impossibilidade de avaliar a qualidade da execução das suas ordens, ou, pelo menos, desprovido de coordenadas para esse efeito.

Pese embora esta alteração tenha vindo efectivamente a ocorrer, a Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (doravante, vulgo DMIF)<sup>17</sup> não foi indiferente às consequências que dela poderiam advir para o investidor, o que explica o facto de ter sido por via deste diploma que o dever de *melhor execução* veio a alcançar o seu expoente máximo de densidade normativa.<sup>18</sup>

## ***2. O dever de execução nas melhores condições no quadro da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros***

Os moldes em a que *best execution* foi consagrada no âmbito da DMIF constituem de *per se* um avanço regulatório notável.

Todavia, este dever foi chamado a desempenhar um papel cuja importância, numa leitura menos atenta do diploma, poderia passar despercebida.

---

negociação não se apresenta propriamente como uma novidade, o que explica a especial atenção que a *Financial Services Authority* tem vindo a dedicar ao desenvolvimento do regime da *best execution rule*. Cf. GUIDO FERRARINI, “*The European regulation of stock exchanges: new perspectives*”, p. 583-584; FSA, “*Best...*”, p. 15; D. FRASE, *op. cit.*, p. 191.

<sup>16</sup> Com efeito, ao serem exclusivamente executadas em mercado regulamentado, o preço - enquanto factor de execução preponderante - permitia um controlo, ainda que pouco rigoroso, do cumprimento do dever de *best execution*. Como bem salientam Ferrarini e Recine, “*Concentration of trades in regulated markets offered a relatively easy way to best execution*”, cf. GUIDO FERRARINI/FABIO RECINE, “*The MiFID and Internalisation*”, p. 264.

<sup>17</sup> Qualquer referência à DMIF deve ser entendida como efectuada para a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.

<sup>18</sup> No sentido de que DMIF consagra pela primeira vez no seio da regulação europeia dos serviços de investimento uma obrigação clarividente de *best execution*, vide NIAHM MOLONEY, “*EC Securities Regulation*”, p. 622.

Com efeito, ao pôr termo à regra da concentração, a DMIF abriu a porta à possibilidade de execução de ordens numa pluralidade de estruturas de negociação que, embora outrora inacessíveis, passaram a concorrer com os mercados regulamentados (v.g. sistemas de negociação multilateral e internalizadores sistemáticos).

Se é certo que a fragmentação e correlativa concorrência entre estruturas de negociação devem, por princípio, operar em benefício do investidor,<sup>19</sup> também o é que não estão isentas de riscos<sup>20</sup>.

Assim, é ao impor aos intermediários financeiros que executem as ordens dos seus clientes nas melhores condições, e consequentemente a escolher a estrutura de negociação que melhor as permita alcançar, que o dever de *best execution* surge – a par do dever de reporte de transacções e do dever de execução pronta –, no quadro do regime implementado pela DMIF, como a pedra de toque da protecção do investidor.<sup>21</sup>

A especial vocação proteccionista da *best execution* num cenário de fragmentação de estruturas de negociação torna-se particularmente manifesta em face da configuração

---

<sup>19</sup> Como facilmente se compreende, seria contrário ao espírito da DMIF que assim não fosse. Não admira, por isso, que a Comissão tenha deixado saliente no texto da proposta desta directiva, a necessidade de assegurar “*that competition between trading venues translates into price-improvement for the end investor*”. Cf. Proposta da Comissão Europeia relativa à DMIF, de 19.11.2002, p. 14.

<sup>20</sup> Com efeito, para além dos riscos de dispersão excessiva da liquidez por uma pluralidade de estruturas de negociação, com consequências adversas para a formação dos preços, importa não olvidar as dificuldades acrescidas de obtenção de informação por parte dos investidores, com consequências ao nível da tomada de decisões de investimento e na avaliação da qualidade da execução das suas ordens. Como bem salienta a *Autorité des Marchés Financiers* (doravante, vulgo AMF): “*With trading dispersed across multiple venues, each offering its own prices and conditions, and with the possible weakening of the bellwether role now played by regulated markets' prices, investors may well find it harder to obtain the information they need to make investment decisions and assess the quality of execution of their orders*”. Cf. AMF, “*Consultation on enforcing the best-execution principles in MiFID and its implementing directive*”, 2006, p.4. No mesmo sentido, vide G. FERRARINI/F. RECINE, *op. cit.*, p. 264.

<sup>21</sup> Como bem salientou a Comissão na proposta da DMIF, “*An effective “best execution” obligation for investment firms can help to ensure that fragmentation of trading across diverse execution venues works to the advantage of clients rather than to their disadvantage*”. Cf. proposta da Comissão, de 19.11.2002, p. 26. No mesmo sentido, vide N. MOLONEY, “*EC Securities...*”, p. 622; STÉPHANE JANIN, “*MiFID impact on investment managers*”, p. 93-94.

prototípica da relação entre o investidor e o intermediário, a qual é marcada pela existência de interesses divergentes <sup>22</sup> e, sobretudo, por uma elevada assimetria informativa.<sup>23</sup>

Com efeito, ao passo que os interesses do investidor irão, em regra, no sentido de o intermediário providenciar pela execução das ordens nas estruturas de negociação que proporcionem as melhores condições de execução, os interesses do intermediário, por sua vez, irão antes no sentido de minimizar os custos que a busca por aquelas estruturas implica.

Assim, perante a assimetria informativa e na ausência de um meio de controlo eficaz pelo cliente do mérito da opção por determinada estrutura de negociação, não parece excessivo afirmar que o intermediário financeiro sentir-se-á, em regra, tentado, a dirigir as ordens para as suas estruturas de eleição (seja por receber *inducements* ou por tê-las como principais referências de liquidez) – ou a internalizá-las –, assim poupando nos custos que a busca por estruturas de negociação potencialmente preferíveis acarretaria.<sup>24</sup>

Ao impor *ex lege* a busca pelas melhores “*execution venues*”, a *best execution* constitui um forte contributo para a mitigação deste desalinhamento de interesses, com as consequências (positivas) que daí advém para a protecção do investidor.<sup>25</sup>

\*\*

Merecedor de todo um artigo no quadro do diploma de harmonização europeia de nível 1,<sup>26</sup> que lhe imprimiu uma disciplina consideravelmente minuciosa, o dever de

---

<sup>22</sup> Evidenciando este conflito de interesses em face da estrutura remuneratória do intermediário financeiro, vide P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 371-372.

<sup>23</sup> Cf. N. MOLONEY, “*EC Securities...*”, p. 62; P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID revolution*”, pp. 60-63.

<sup>24</sup> Cf. P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID...*”, pp. 60-63.

<sup>25</sup> Cf. P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID...*”, pp.60-63. Evidenciando os riscos da emergência de conflitos de interesses no âmbito da internalização de ordens e a importância da *best execution* para a sua mitigação, vide AMF, “*Consultation...*”, p. 4.

<sup>26</sup> Embora a título de passagem, parece pertinente esclarecer que a DMIF insere-se no quadro regulamentar das chamadas Directivas *Lamfalussy*, cujo modelo norteador (modelo *Lamfalussy*) postula a existência de quatro níveis de desenvolvimento da legislação comunitária. A DMIF é uma directiva de nível 1, complementada por uma directiva e um regulamento de nível 2 (Directiva 2006/73/CE da Comissão de 10.08.2006 e Regulamento da Comissão n.º 1287/2006, de 10.08.2006, respectivamente).

*best execution* passou a ter a seguinte formulação: “Os Estados-Membros devem **exigir** às empresas de investimento **que tomem todas as medidas razoáveis para obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível em termos de preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem**” (cfr. artigo 21.º n.º 1, da DMIF). (destaque nosso).

A esta formulação, de carácter geral, acresceram ainda outras disposições “complementares” destinadas a aquilatar a efectividade do dever. Assim, e em especial, cumpre destacar: o restante corpo do art. 21.º e o art. 22.º, ambos da DMIF; e os art.º s 44.º e 45.º da Directiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de Agosto de 2006 (doravante, DMIF (N- II))<sup>27</sup>.<sup>28</sup>

Do teor destas disposições - que aqui optámos por apelidar de complementares -, resulta clara a sua afectação funcional à calibração da flexibilidade que a cláusula geral do dever de *best execution* - vertida no art. 21.º, n.º 1, da DMIF – encerra, postulando, para o efeito, um conjunto de deveres parcelares que lhe conferem uma maior precisão ao nível do seu conteúdo e operacionalidade jurídica, facilitando, por essa via, a sindicabilidade do seu cumprimento.<sup>29</sup>

---

Para mais desenvolvimentos sobre o “modelo *Lamfalussy*”, vide, entre outros, JOHN RYAN, “*An Overview of MiFID*”, pp. 13-16; GUIDO FERRARINI, “*Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive(MiFID): An Assessment of the LAMFALUSSY Regulatory Architecture*”, pp. 9-16. STÉPHANE JANIN, *op.cit.*, pp. 91-93; JOSÉ BRITO ANTUNES, “*Notas pessoais sobre o processo Lamfalussy*”, pp. 48-61.

<sup>27</sup> Doravante, qualquer referência à DMIF (N-II) deve ser entendida como efectuada para a Directiva 2006/73/CE DA COMISSÃO de 10 de Agosto de 2006, que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos e matéria de organização e condições de exercício de actividades das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

<sup>28</sup> A estes normativos deve ainda juntar-se as orientações de nível 3 da *European Securities and Markets Authority (ESMA)* sobre a matéria. Uma vez que a autoria da generalidade das orientações citadas ao longo do presente texto é imputável à ESMA, ainda como *Committee of European Securities Regulators*, (doravante, vulgo *CESR*), não deixaremos de citar este comité como autor das orientações que se apresentem como o produto do exercício das respetivas atribuições.

<sup>29</sup> A nosso ver, do conjunto de deveres parcelares assumem especial importância: i) o dever de determinar a importância relativa dos factores de execução à luz dos critérios normativamente elencados;

O tom do regime é, assim, de exigência, embora combinando alguma minúcia de pormenorização com a flexibilidade necessária à composição pelas partes dos seus interesses financeiros.

Todavia, cremos com Niahm Moloney, que a densidade normativa subjacente ao regime da DMIF e da DMIF (N-II) - e inerente complexidade técnica - não deixou grande margem de liberdade para a sua transposição, o que é corroborado pelo facto da generalidade dos Estados-Membros ter optado por uma abordagem “*copy out*” de transposição.<sup>30</sup>

Portugal não foi excepção, sendo notória, ao longo de todo o regime vertido nos artigos 330.º a 332.º, do Cód.VM, a colagem ao texto das directivas de nível 1 (DMIF) e nível 2 (DMIF N-II).

Porém, como veremos, apesar de transposta, esta normação de fonte europeia continua – a par com as orientações da ESMA sobre a matéria -, seja pelo teor de alguns dos seus considerandos, passíveis de qualificar-se como verdadeiras orientações, seja pelas soluções que a sua interpretação sistemática permite alcançar, a desempenhar um forte papel integrador do regime do Cód.VM.

---

ii) O dever de elaborar uma política de execução e de nela incluir as estruturas de negociação que permitam obter de forma consistente o melhor resultado possível para o cliente; iii) O dever de informar o cliente sobre a política de execução; iv) O dever de avaliar a política de execução. Trata-se de matéria a que voltaremos.

<sup>30</sup> Cf. N. MOLONEY, “*The Current Framework on European Securities Regulation – The Lamfalussy Process and Recent Evidence on it’s operation : An examination of Level 2 and Level 3 and the Role of the Committee of European Securities Regulators*”, p. 35. Não falta, por isso, quem acuse o regime de ser excessivamente prescritivo para uma regulação baseada em princípios. Cf. CATHERINE D’HONT/JEAN-RENÉ GIRAUD, “*MiFID: The (In)famous European Directive?*”, Mar.-2007, p. 19.

## Capítulo II - O dever de execução nas melhores condições no Código dos Valores Mobiliários

### 1. Âmbito subjectivo

Como em qualquer dever, é possível distinguir entre sujeitos activos e sujeitos passivos do dever de melhor execução. Enquanto os primeiros retiram vantagens do seu cumprimento<sup>31</sup>, os segundos estão vinculados à observância das suas prescrições.

Em primeira linha, pode dizer-se que são sujeitos activos do dever de melhor execução, os clientes dos intermediários financeiros que sejam clientes qualificados ou não qualificados.<sup>32</sup> As contrapartes elegíveis não integram, por princípio, o âmbito de protecção do regime da *best execution*.<sup>33</sup> Todavia, nada obsta a que estas, querendo beneficiar de uma protecção acrescida, solicitem a sua aplicação.

São sujeitos passivos do dever de melhor execução os intermediários financeiros.

### 2. Âmbito objectivo

I. Da interpretação conjugada dos n.º 2 e n.º 3 do art. 330.º resulta claro que o dever de *best execution* é despoletado pela recepção para execução de uma ordem, ou pela tomada da decisão de investimento pelo gestor de carteiras.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Designadamente, um reforço da sua tutela no quadro da relação de intermediação.

<sup>32</sup> Uma vez que o regime da *best execution* está estruturalmente vocacionado para assegurar uma tutela reforçada dos investidores não qualificados, a categorização dos clientes é um aspecto que assume especial relevância. Para um quadro detalhado sobre os contornos da categorização dos investidores no âmbito da DMIF, passando por algumas das suas implicações no regime da *Best Execution*, vide MARC KRUTHOF/ WALTER GERVEN, “A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID”, em especial, pp. 30-32. Sobre o impacto desta categorização no Cód.VM, vide RAFAELA ROCHA, “Categorização de investidores no âmbito da intermediação financeira – Apontamentos sobre o novo regime”, pp. 97-106.

<sup>33</sup> Cf. art. 24.º, n.º 2, e Considerando n.º 42, ambos da DMIF.

<sup>34</sup> No presente trabalho não se cuidará, porém, de analisar os termos em que a *best execution* é aplicável à gestão de carteiras e à transmissão de ordens para execução. Sobre estes temas vide, entre outros, NUNO CASAL, “Best...”, pp. 145-146.

Pese embora a aparente linearidade do preceito, e o teor do considerando n.º 69 da DMIF (N-II)<sup>35</sup>, a verdade é que a subsunção das situações de negociação de carteira própria na expressão “*ordem para execução*” poderá demandar uma análise casuística.<sup>36</sup>

Do diálogo institucional - entre o CESR e a Comissão - sobre a questão, resultou o reconhecimento de que a génese do dever de melhor de execução reside no facto de as ordens serem executadas “*por conta de*” clientes (*on behalf of*) – cf., art.4.º, n.º1 e n.º 5 da DMIF - e de que, por isso, este deveria ser o critério decisivo para afirmar a sua operacionalidade. Assim, de acordo com a Comissão, a execução por *conta de clientes* está presente sempre que – nos termos do considerando 33 da DMIF<sup>37</sup> - os intermediários financeiros fiquem investidos em deveres de protecção para com os seus clientes (*contractual or agency obligations are owed by the firm to the client*).<sup>38</sup>

Ora, aplicando este critério à execução de ordens contra a própria carteira do intermediário financeiro, temos que ela apenas estará sujeita ao dever de melhor execução nos casos em que a determinação de aspectos relevantes da execução permaneçam a cargo do exequente (intermediário) e possam, por isso, ser afectados pelas suas escolhas.<sup>39</sup> Nos demais casos - em que negociação de carteira própria se

---

<sup>35</sup> Onde pode ler-se: “*A negociação por conta própria com clientes por parte de uma empresa de investimento deve ser considerada como a execução de ordens de clientes (...)*”. Cf. Considerando n.º 69 da DMIF (N-II).

<sup>36</sup> Como bem faz notar a Comissão, o considerando n.º 33 da DMIF circunscreve o âmbito do considerando n.º 69. Consequentemente, a aplicação do regime da *best execution* à negociação de carteira própria deve limitar-se às situações - previstas no considerando n.º 33 - em que possa afirmar-se que o intermediário está a actuar por conta do cliente (e dessa forma pode tomar decisões passíveis de afectar os seus interesses). Cf. Parecer da Comissão Europeia - em anexo ao documento do CESR “*Best execution under MiFID - Questions and Answers*, Mai.-2007” (doravante, vulgo Parecer da Comissão), par. - 5.

<sup>37</sup> Que, na versão Inglesa, determina: “*It is necessary to impose an effective ‘best execution’ obligation to ensure that investment firms execute client orders on terms that are most favourable to the client. This obligation should apply to the firm which owes contractual or agency obligations to the client.*”. (destaque nosso).

<sup>38</sup> Cf. Parecer da Comissão. par.- 4- 5.

<sup>39</sup> Como bem faz notar a Comissão, o Recital n.º 33 da DMIF circunscreve o âmbito do recital n.º 69 da DMIF (N-II). Consequentemente, a aplicação do regime da *best execution* à negociação de carteira própria deve limitar-se às situações – previstas no recital n.º 33 - em que possa afirmar-se que o intermediário está a actuar por conta do cliente (*e dessa forma pode tomar decisões passíveis de afectar os seus interesses*). Cf. Parecer da Comissão, par.- 5.

apresente como uma actividade cujo risco é suportado pelo intermediário financeiro - as transacções de carteira própria estarão fora do âmbito da *best execution*.

A esta luz, também os pedidos de preços (*requests for quotes*) poderão integrar, ou não, o âmbito objectivo do dever de melhor execução, tudo dependendo da possibilidade de afirmar-se que o intermediário está a actuar por *conta do cliente*, nos termos supra explicitados. De acordo com a Comissão, tal sucederá nos casos em que haja um legítimo investimento de confiança no intermediário quanto a aspectos relevantes da execução, o que poderá ser determinado através dos seguintes indícios:

- i) *Iniciativa do contacto*: Se o contacto partir da iniciativa do intermediário, (v.g. sugerindo ao cliente uma determinada transacção), será maior a probabilidade de o cliente confiar naquele relativamente à tutela dos seus interesses em matéria de preço e outros aspectos relevantes da transacção.<sup>40</sup>
- ii) *Usos do mercado*: Por exemplo, o uso - entre profissionais - no mercado OTC de derivados e títulos de dívida de sondar uns quantos possíveis parceiros negociais, procurando o melhor negócio, não indicia a confiança legítima na aplicação da *best execution*.<sup>41</sup>
- iii) *Nível de transparência do mercado*: Por exemplo, em mercados que, por serem pouco transparentes, a disponibilidade dos preços seja limitada (para os clientes), será mais fácil sustentar a existência de um investimento de confiança relativamente à obtenção de um bom preço pelo intermediário financeiro.<sup>42</sup>
- iv) *Informação fornecida pelo intermediário acerca dos seus serviços e os termos contratualmente acordados entre as partes*: Neste domínio, importa sobretudo sublinhar a irrelevância de qualificações contratuais subversivas do substrato material e económico que lhes subjaz.<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Cf. Parecer Comissão, par. - 8.

<sup>41</sup> Cf. *idem*.

<sup>42</sup> Cf. *idem*.

<sup>43</sup> Cf. *idem*.



II. O dever de *best execution* aplica-se à execução de ordens sobre qualquer tipo instrumento financeiro.

Todavia, as dificuldades inerentes à identificação e aplicação de um padrão uniforme de *best execution* que seja de igual modo válido e eficaz para todos os tipos de instrumentos financeiros, não podem deixar de ser assinaladas.<sup>44</sup>

Elas não decorrem apenas das diferenças estruturais entre os vários tipos de instrumentos financeiros que possam considerar-se (v.g. acções, obrigações, derivados, etc), mas também da diversidade dos contextos de negociação que essas diferenças são passíveis de implicar, em especial no que tange às estruturas de mercado onde são negociados.<sup>45</sup>

Com efeito, não pode olvidar-se o facto de o dever de melhor execução ter sido sobretudo pensado a respeito da negociação de acções, a qual ocorre, em regra, em mercado regulamentado, e é amplamente regulada.<sup>46</sup>

Assim, as acções são normalmente transaccionadas em mercados centralizados e *order-driven*; a liquidez é elevada; e a formação de preços baseia-se, por princípio, numa estrutura de negociação dominante (normalmente um mercado regulamentado).<sup>47</sup>

Ora, este cenário representa o reverso daquele que preside à generalidade das transacções sobre outros tipos de instrumentos financeiros (v.g. obrigações), os quais são, em regra, transaccionados OTC, em mercados descentralizados e *quote-driven*; em que a liquidez é, em regra, reduzida, dependendo do emitente e do volume da emissão; e

---

<sup>44</sup> Note-se que estas limitações são reconhecidas pela própria DMIF (N-II). Cf. Considerando n.º 70, e *background note* 7.7.3, par.- 8.º, ambos da DMIF (N-II).

<sup>45</sup> Com efeito, apesar de a *best execution* aplicar-se quer à execução de ordens em estruturas organizadas, quer às transacções fora de mercado (*over-the-counter*, doravante *OTC*), a sua adequação a estas últimas poderá deparar-se com alguns obstáculos.

<sup>46</sup> Neste sentido, G. FERRARINI, “*Market Transparency and Best Execution: Bond trading under MiFID*”, p. 477; PIERRE CASEY, “*Bond market transparency: To regulate or not to regulate...*”, p. 2. Note-se, com efeito, que as regras sobre transparência (pré e pós-negociação) têm a sua aplicação circunscrita a esta modalidade de instrumentos financeiros. Sobre a importância destas regras para a efectividade do dever de melhor execução, vide G. FERRARINI, “*Market...*”, p. 477; P. CASEY, “*Bond...*”, p. 2-3. Sublinhando a especial importância da transparência *post-trade* para a efectividade da *best execution*, P. CASEY/ K. LANOO, “*The Mifid...*”, p. 158-159.

<sup>47</sup> Cf. G. FERRARINI, “*Market...*”, p. 477.

a formação dos preços ocorre através da concorrência entre pedidos de preços (*requests for quotes*).<sup>48</sup>

Como facilmente se compreende, a fragmentariedade que caracteriza o ambiente de transacção deste tipo de instrumentos, bem como a reduzida transparência que lhe está associada, tornam particularmente difícil a avaliação e o controlo da qualidade de execução das ordens que sobre eles incidam.<sup>49</sup>

As obrigações em matéria de execução nas melhores condições devem, por isso, ser aplicadas em termos que permitam a consideração das diferentes circunstâncias associadas à execução de ordens relacionadas com tipos específicos de instrumentos financeiros.<sup>50</sup>

Isto, se a *best execution* tiver aplicação, pois, como já procurámos demonstrar, as especificidades de certas transacções poderão determinar o contrário, em especial, as situações de pedidos de preços (*requests for quotes*).

### **3. O comando postulado pelo dever de melhor execução: a obtenção do melhor resultado possível para o cliente**

Na sua formulação actual, a *best execution* traduz-se no dever do intermediário financeiro “empregar todos os esforços razoáveis para obter o melhor resultado possível para os seus clientes”.<sup>51 52</sup>

Subjacente à opção legal pelas expressões “esforços **razoáveis**” e “**resultado possível**”, esteve a intenção de enfatizar que a *best execution* consubstancia uma obrigação de meios, temperada por bitolas de razoabilidade.<sup>53</sup>

---

<sup>48</sup> Cf. G. FERRARINI, “Market ...”, p. 477; P. CASEY/K. LANNOO, “The MiFID...”, pp. 70-71.

<sup>49</sup> Cf. P. CASEY/K. LANNOO, “The MiFID...”, pp. 70-71; C. D’HONT/J. R. GIRAUD, “MiFID: The (In)famous...”, p. 17.

<sup>50</sup> Cf. Considerando n.º 70 da DMIF (N-II), onde também é dado o seguinte exemplo: “as transacções que envolvam um instrumento financeiro do mercado de balcão adaptado especificamente para o cliente, que implique uma relação contratual única ajustada às circunstâncias do cliente e da empresa de investimento, podem não ser comparáveis para efeitos de execução nas melhores condições com transacções que envolvam acções negociadas em espaços ou organizações de negociação centralizados”.

<sup>51</sup> Cf. 1ª Parte do n.º 2, do art. 330.º, do Cód.VM.

<sup>52</sup> Cf. DICK FRASE, *op.cit.*, p. 192

Não resulta, por isso, deste dever, a exigência do intermediário financeiro obter em cada operação o melhor resultado possível, bastando que tenha envidado todos os esforços razoáveis nesse sentido.

Assim, mais do que como um dever absoluto, a *best execution* deve ser perspectivada como um dever dinâmico de base processual (*process-based*) que, como tal, admite uma pluralidade de meios na realização do seu comando – a obtenção do melhor resultado possível para o cliente.<sup>54</sup>

Esta concepção do dever de melhor execução é corroborada pelo facto de uma análise conjugada do seu regime normativo – em especial, dos deveres complementares - tornar inequívoca a intenção do legislador de reservar uma maior densidade prescritiva às formas pelas quais o intermediário deverá obter o melhor resultado para o seu cliente, pouco determinando, portanto, sobre o seu possível conteúdo.<sup>55</sup>

A opção legal não parece de censurar: por um lado, porque ao assegurar os mecanismos de obtenção de melhor execução, o legislador está indirectamente a assegurar os resultados que esses mecanismos permitem perceber; por outro lado, pela volatilidade que o conceito “*melhor resultado possível*” é passível de revestir.

Com efeito, não sendo cindível das preferências de cada interveniente no mercado e das respectivas estratégias de investimento<sup>56</sup>, o sentido a dar à expressão “*melhor resultado possível*” é, porventura, um dos aspectos mais difíceis da disciplina da *best execution*.<sup>57</sup>

---

<sup>53</sup> Em sentido idêntico, vide P. CÂMARA, “Manual...”, p. 427; N. CASAL, “Best...”, p. 135.

<sup>54</sup> Cf. D. FRASE, *op. cit.*, p. 192.

<sup>55</sup> No mesmo sentido, vide FSA, Discussion Paper DP06/03 - “Implementing MiFID’s best execution requirements”, Mai.-2006, p. 16.

<sup>56</sup> Cf. C. D’HONT/J. R. GIRAUD, “MiFID: The (In)famous...”, p. 19; N. CASAL, “Best...”, p. 135-136.

<sup>57</sup> Neste sentido, vide JONATHAN MACEY / MAUREEN O’HARA, “The Law and Economics of Best Execution”, 188-223, p. 190; JEAN-RENÉ GIRAUD/CATHERINE D’HONDT, “Best execution: the (in)famous provision - a journey with Sisyphus and Icarus”, p. 153. Note-se, porém, que a *best execution* não deve ser perspectivada como um dever funcionalmente afecto à correcção das deficiências cognitivas dos investidores. A *ratio* que lhe subjaz é a de assegurar aos investidores que exteriorizam uma determinada decisão de investimento, e independentemente da razão e do mérito que presidam a essa decisão, a sua execução da melhor forma possível. Neste sentido, dir-se-á que a *best execution* é um

Ora, não sendo certo passível de ser medido em termos absolutos, não admira que o legislador tenha relegado, em boa medida, a precisão do seu conteúdo para a autonomia das partes.<sup>58</sup>

Vejamos em que termos.

#### **4. Os factores de execução (*Execution factors*)**

Um dos aspectos mais inovadores da nova disciplina da *best execution*, reside na sinalização normativa dos factores que devem ser considerados pelos intermediários financeiros aquando da execução de ordens dos seus clientes.

Em causa estão elementos cuja importância para qualidade da execução é legalmente presumida, e embora não o seja em termos taxativos, é-o certamente em termos inilidíveis.

Por conseguinte, e nos termos do disposto no artigo 330.º, n.º 2, os intermediários financeiros deverão, aquando da execução de ordens dos seus clientes, atender aos seguintes factores de execução (*best execution factors*):

##### **a) Preço do instrumento financeiro**

O preço será um factor importante a considerar sempre que for possível executar uma ordem a mais do que um preço.

Todavia, se é certo que o preço tenderá, em regra, a assumir-se como um factor relevante, também o é que nem sempre o melhor preço será apanágio de *best execution*.<sup>59</sup>

---

critério formal, e não um critério substancial. Cf. T. ISELI/ A. F. WAGNER/ R. H. WEBER, “*Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive*”, pp. 35-36.

<sup>58</sup> Com efeito, uma vez que os *execution factors* - normativamente elencados no art. 330.º, n.º1- são os únicos conceitos legais passíveis de serem subsumidos na expressão “*melhor resultado possível*”, neles, e no critério da contrapartida pecuniária global, se esgota a orientação legal sobre o possível conteúdo da *best execution*. Sobre estes conceitos, cf. *infra* Cap. II, 4. e 4.1..

<sup>59</sup> Neste sentido, vide J. MACEY / M. O'HARA, *op.cit.*, p.192; FSA, *Discussion Paper DP06/03*, p. 15; GUIDO FERRARINI, “*Best execution and competition between trading venues- - MiFID's likely impact*”, pp. 406-407.

Na base desta premissa poderão estar muitas razões, sendo certo, porém, que os demais factores de execução previstos no n.º 2 do artigo 330.º, se não corporizam, pelo menos sugerem algumas delas.

*b) Custos relacionados com a execução*

Se for acompanhado por custos elevados, o melhor preço dificilmente permitirá a obtenção do melhor resultado para o cliente.

Na gíria financeira é comum fazer a distinção entre custos explícitos e implícitos, sendo que os primeiros, ao contrário dos segundos, não estão dependentes do preço de negociação, nem tão pouco da estratégia de negociação adoptada, podendo, por isso, ser conhecidos e calculados antecipadamente, *id est*, antes da execução de qualquer ordem.<sup>60</sup>

Pese embora a generalidade dos investidores atenda, em regra, aos custos explícitos da execução das suas ordens, a verdade é que os custos de transacção vão para além das comissões, custos de liquidação (*clearing and settlement costs*)<sup>61</sup>, taxas de mercado, etc.<sup>62</sup>

Com efeito, a par destes custos há outros que, apesar de menos evidentes, são também passíveis de ter um impacto substancial no retorno de uma decisão de investimento.

O impacto no mercado (*market impact*)<sup>63</sup>, o *spread bid/ask*<sup>64</sup>, e os custos de oportunidade<sup>65</sup>, são exemplos paradigmáticos de custos implícitos que não devem, por

---

<sup>60</sup> Cf. Edhec-Risk-Advisory, “*Transaction Cost Analysis A-Z- A Step towards Best Execution in the Post-Mifid Landscape*”, pp. 14-25, em especial, p. 14-15; ANTHONY KIRBY, “*Best execution*”, p. 36.

<sup>61</sup> Note-se que sempre que determinada estrutura de negociação seja titular do sistema de liquidação, estes custos serão, em princípio, incluídos nas taxas de acesso ao mercado (*market fees*).

<sup>62</sup> Cf. Edhec-Risk-Advisory, “*Transaction...*”, pp. 14-25, em especial, p. 14-15; FSA *Discussion Paper*, DP06/03, p. 18.

<sup>63</sup> O impacto no mercado (*market impact*) é o “preço” a pagar por consumir a liquidez do mercado. Este custo implícito está, por isso, directamente relacionado com o volume da ordem, e será tanto maior quanto menor for a liquidez subjacente ao instrumento financeiro sobre o qual aquela incida. Com efeito, a execução de uma transacção particularmente volumosa em relação à liquidez disponível tenderá a provocar um desequilíbrio ao nível da oferta e da procura do mercado e, automática e consequentemente,

isso, deixar de ser considerados na definição de uma estratégia de negociação tendente à obtenção do melhor resultado possível para o cliente.<sup>66</sup>

Ademais, em face da configuração destes custos implícitos – que se apresentam, *grosso modo*, como o produto da forma como as ordens são executadas –, deverá ser na escolha da estratégia de negociação que os intermediários deverão imprimir uma maior ponderação (v.g. ponderando se a executam de forma imediata ou pacientemente, num bloco, agregada com outras ordens, ou em segmentos em diferentes estruturas de negociação).<sup>67</sup>

---

a mover o preço de mercado em direcção a valores menos favoráveis (isto, porque haverá necessidade de atrair liquidez adicional). Cf. Edhec-Risk-Advisory, “*Transaction...*”, pp. 19-20.

<sup>64</sup> O *spread bid/ask* refere-se à diferença entre a oferta e a procura de determinado título, e traduz-se na compensação pelos custos em que incorre o fornecedor de liquidez. Ao retirar-se liquidez (vendendo na melhor *ask* ou comprando na melhor *bid*) suporta-se, por isso, o *spread*. Ora, quanto maior o *spread*, maior o preço de compra e menor o de venda: logo o cliente sai penalizado. Cf. Edhec-Risk-Advisory, “*Transaction...*”, pp. 20-21.

<sup>65</sup> Sobre a capa da expressão “custos de oportunidade” cabem os custos relacionados com a flutuação de preços no hiato temporal que medeia entre a decisão de investimento e a sua execução. Neste hiato temporal pode, com efeito, haver variações de preços (*price movements*) passíveis de afectar, positiva ou negativamente, os retornos de uma carteira de investimentos.

Em função da razão subjacente à maior ou menor dilação do hiato temporal que medeia entre a decisão de investimento e a sua execução, é usual distinguir entre: *operational costs*, decorrentes de razões operacionais e, portanto, não intencionais (v.g. atrasos na transmissão das ordens entre o lado da oferta e da procura); *market timing costs*, decorrentes de um *market timing* controlado pelo intermediário (v.g. quando para amenizar o impacto no mercado o intermediário opta pelo *split* da ordem em vários blocos a executar em sucessivos períodos temporais); *missed trade costs*, que ocorrem quando as ordens não são executadas na sua plenitude, seja porque o *price movement* conduziu ao cancelamento da decisão inicial de investimento ou, simplesmente, por falta de liquidez. Cf. Edhec-Risk-Advisory, “*Transaction...*”, pp. 22-23. Cremos que, as mais das vezes, os *missed trade costs* revelar-se-ão em estreita conexão com o *market impact*, em especial no quadro das estratégias adoptadas para contornar este último.

<sup>66</sup> Neste sentido *vide*, entre outros, NICK COLLIER, “*Achieving best execution in “fragmented” European markets*”, pp. 26-27; A. KIRBY, *op.cit.*, p. 36; P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID...*”, p.63-64. Recortando a sua especial importância para os investidores qualificados a partir de uma interpretação *a contrariu sensu* do considerando n.º 67 da DMIF (N-II), *vide* AMF, “*Consultation...*”, p. 16, par.- 46.

<sup>67</sup> Cf. FSA, *Discussion Paper* DP06/03, p. 18

Essa ponderação não poderá, contudo, ser cindida do concreto contexto da transacção, pois, como é evidente, só em função da sua natureza e objecto é que será possível formular um juízo de prognose sobre os possíveis custos que a sua execução pode acarretar, bem como sobre as formas de execução passíveis de os minorar ou suprimir.<sup>68</sup>

Destarte, o que nos parece, no essencial, de reter, é que os custos explícitos podem ser contrabalançados pelos custos implícitos, e que os custos implícitos podem converter um bom preço associado a custos – explícitos – razoáveis, numa mera ilusão.

c) *Velocidade/rapidez da execução*

Os preços sofrem a influência do tempo. A medida em que o fazem depende, contudo, do tipo instrumento, das condições de mercado, e das estruturas de negociação.

Por exemplo, perante a previsão de que pode ocorrer um movimento adverso de mercado, a velocidade da execução de uma ordem pode assumir especial importância.<sup>69</sup>

d) *Probabilidade de execução e de liquidação*

Como facilmente se compreende, o melhor preço de nada valerá se a ordem não poder ser executada na sua plenitude. As ordens devem, por isso, ser executadas nas estruturas de negociação onde o índice de probabilidade de execução plena da ordem seja elevado, *id est*, que revelem maiores índices de liquidez.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> Note-se, porém, que a formulação destes juízos de prognose não está isenta de dificuldades. É que, como bem salienta a FSA: “*Unlike explicit costs, the impact of implicit costs can only be precisely assessed after a trade is completed and even then, implicit costs are difficult to quantify. Ahead of a trade, a judgment needs to be made about likely implicit costs. No consensus has emerged yet on how this should be done. MiFID does not prescribe how firms should measure implicit costs*”. Cf. FSA, *Discussion Paper*, DP06/03, p.18, nota 21. No mesmo sentido, *vide* MERIAM BOUSSEMA/ ALAIN BUENO, /PIERRE SÉQUIER, “*Transaction Costs and Trading Strategies*”, p. 18.

<sup>69</sup> Todavia, em ordens particularmente volumosas ou sobre instrumentos com menor liquidez, a velocidade/rapidez da execução poderá perder relevância para outros factores. Cf. FSA, *Discussion Paper* DP06/03, p. 15

<sup>70</sup> Este factor pode assumir especial preponderância na negociação de “*highly structured derivatives instruments*”. Cf. CESR, “*Best execution under MiFID*”, *Public Consultation*, Fev.-2007, par.- 28-30.

Como já foi supramencionado, a desconsideração ou errónea ponderação deste factor pode implicar custos de oportunidade acrescidos, nomeadamente *missed trade costs*.<sup>71</sup>

Pelas mesmas razões, as ordens devem, também, ser executadas nas estruturas de negociação que assegurem a respectiva liquidação de acordo com as instruções do cliente.

e) *Volume da ordem*

O melhor preço num mercado representa, em regra, a possibilidade de negociar num determinado volume, o qual pode não coincidir com o volume que o cliente pretende transaccionar.

Se o cliente pretende transaccionar um volume superior e parte da ordem for executada no volume indicado, o preço pode tornar-se menos favorável nas execuções subsequentes, ou seja, o mercado pode mover-se. Por outro lado, se o cliente pretende transaccionar um volume inferior, aquele preço pode não estar disponível.<sup>72</sup>

f) *Natureza da ordem*

As características de uma ordem (v.g., compra; venda; ordem de mercado (*market order*); ordem limitada (*limit order*); ordem de facilitação (*facilitation order*); *programme-trade*; etc.) serão sempre determinantes na forma como a mesma deverá ser executada.<sup>73</sup>

Com efeito, em termos de performance algumas estruturas de negociação poderão revelar-se mais aptas para lidar com certos tipos de ordens do que outras.<sup>74</sup> A natureza

---

<sup>71</sup> Sobre o conceito, cf. *supra*, p. 21, nota 66.

<sup>72</sup> Cf. FSA, *Discussion Paper* DP06/03, p. 15.

<sup>73</sup> Cf. *idem*.

<sup>74</sup> Por exemplo, em função do *spread bid/ask* um mercado pode revelar-se favorável tanto para *limit orders* como para *market orders*. Se o *spread* for elevado, a execução de *market orders* terá custos elevados e, consequentemente, as *limit orders* revelar-se-ão mais atractivas. Já quando o *spread* se revelar mais reduzido, o recurso a *market orders* será mais apelativo. Cf. G. FERRARINI, “*Best execution...*”, pp. 406-407.



da ordem será, por isso, decisiva na sua escolha, e consequentemente na obtenção do melhor resultado possível.

g) *Quaisquer outros elementos que, em função do contexto da transacção devam ser considerados*

Na negociação de certos instrumentos financeiros, haverá factores que apesar de não serem subsumíveis em nenhum dos que foram supramencionados, poderão assumir especial relevância.

Por exemplo, na negociação de títulos de dívida, para além do preço, o anonimato dos ordenadores, a possibilidade de “casar” ofertas quase coincidentes, e evitar o *front-running*<sup>75</sup>, poderão ser factores a considerar aquando da execução de ordens de investidores qualificados.<sup>76</sup>

\*\*

A opção legal por um elenco diversificado de factores de execução a considerar parece-nos de aplaudir.

Em primeiro lugar, por ser consistente com a convicção, hoje generalizada, de que a melhor execução não se resume ao melhor preço e deve, por conseguinte, também ser apreciada à luz de outros factores.<sup>77</sup>

Segundo, porque a flexibilidade que encerra, facilita a concorrência entre estruturas de negociação, ao ponto dos mercados, MTF's e Internalizadores poderem competir não só em relação ao preço, mas também em relação a outros aspectos de negociação.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> Expressão que designa as situações em que o intermediário financeiro, dispondo de informação relevante obtida no contexto do exercício da sua atividade, se antecipa ao potencial impacto que informação virá a ter sobre a cotação dos valores mobiliários, dela retirando um benefício para si próprio.

<sup>76</sup> Neste sentido, vide M. BUDIMIR/ C. HOLTMAN/ D. NEUMANN, “*The design of a best execution market*”, p. 11.

<sup>77</sup> Cf., entre outros, J. MACEY / M. O'HARA, “*The Law and economics...*”, p.192; G. FERRARINI, “*Best...*”, pp. 406-407.

<sup>78</sup> Neste sentido, vide G. FERRARINI, “*Best...*”, pp. 406-407. Segundo o autor, esta concorrência será um forte incentivo à emergência de novas estruturas de negociação as quais tenderão a oferecer funcionalidades de negociação diversas daquelas que já eram providenciadas pelos mercados.

Terceiro, porque a pré-determinação dos factores que poderão relevar na execução de ordens assegura um termo de comparação aquando da aferição do mérito da opção por determinados factores em detrimento de outros.

Por último, porque sendo a *best execution* um suplemento dos termos contratualmente acordados, as partes poderão regular a execução das suas ordens de forma diversa, *maxime* à luz dos concretos interesses do cliente (v.g. o cliente poderá fornecer instruções específicas ao intermediário que terá, em princípio, de as respeitar).<sup>79</sup>

Todavia, estas vantagens são contrabalançadas pelas dificuldades que qualquer fórmula legal flexível concita no plano da efectividade.

É que, dadas a diferenças estruturais, não será fácil, por exemplo, comparar dados relativos a preços com os relativos à velocidade de execução e liquidação. A escolha relevante dependerá do cliente, da transacção e do tipo de instrumento financeiros.<sup>80</sup>

Estas dificuldades tornam-se ainda mais evidentes se tivermos em consideração: por um lado, o facto da generalidade dos *execution factors* apresentar uma especial conexão com o factor custos da execução, em especial na sua dimensão implícita; por outro, o facto de a estes custos corresponderem realidades complexas com contornos difíceis, senão impossíveis, de precisar, não só *ex ante* mas também *ex post*.<sup>81</sup>

Com efeito, a execução de uma ordem à luz de uma estratégia de negociação basilarmente apoiada numa errónea ponderação dos *execution factors* conduzirá, as mais das vezes, a um resultado que mais não é do que a concretização de um custo implícito que poderá não ter sido devidamente ponderado.<sup>82</sup>

Ora, o facto de estes custos serem dificilmente prognosticáveis e quantificáveis em toda a sua extensão, aliado ao facto de *best execution* postular uma obrigação de meios que apenas tem de passar pelo crivo da razoabilidade, são de *per se* suficientes para evidenciar as dificuldades que a sindicabilidade do cumprimento do dever de obter o melhor resultado possível é passível de concitar.

---

<sup>79</sup> Cf. G. FERRARINI, “*Contract Standards...*”, p. 22.

<sup>80</sup> Cf. G. FERRARINI, “*Best...*”, p. 408.

<sup>81</sup> Sobre as dificuldades de prognose e quantificação destes custos, cf., *supra* p. 20.

<sup>82</sup> A título meramente exemplificativo atente-se na relação entre os seguintes factores e custos implícitos de execução, respetivamente: Probabilidade de execução e liquidação Vs. *Missed trade costs*; Velocidade Vs. Variação de preços; Volume Vs. Impacto no mercado.

#### **4.1. A determinação da importância relativa dos factores de execução**

O legislador não foi indiferente à volatilidade que os *best execution factors* podem assumir no contexto de cada transacção, tendo fornecido algumas linhas orientadoras que os intermediários deverão seguir aquando da determinação da importância relativa daqueles factores.

Neste domínio há que considerar, de um lado, critérios gerais, de outro lado, um critério especial, este último com aplicação circunscrita à execução de ordens de investidores não qualificados.

Na execução de ordens de investidores qualificados, os intermediários deverão aferir a importância relativa dos factores de execução à luz dos critérios elencados no n.º1 do art. 331.º. A saber:

- a) Características do cliente, incluindo a sua natureza de investidor não qualificado ou de investidor qualificado;<sup>83</sup>
- b) Características da ordem do cliente;<sup>84</sup>
- c) Características dos instrumentos financeiros objecto da ordem;<sup>85</sup>
- d) Características das estruturas de negociação para as quais a ordem pode ser dirigida.<sup>86</sup>

---

<sup>83</sup> Para além da categorização do cliente, poderão também relevar: natureza dos serviços de execução solicitados; frequência de negociação; atitude do cliente para com os custos; etc. Na medida em que são passíveis de representar uma proporção elevada do preço de negociação, os custos tenderão a ser um factor particularmente importante para os pequenos investidores. Para os investidores qualificados, a rapidez e a probabilidade de execução e liquidação poderão revelar-se particularmente importantes. Cf. D. FRASE, *op. cit.*, p. 193, nota 12. Por outro lado, os custos explícitos acrescidos em que tenha de incorrer-se para obviar a custos implícitos potencialmente superiores (v.g. os relacionados com a fragmentação da ordem ou respectiva execução fora de mercado para contornar o impacto no mercado) também poderão assumir menor relevância para esta categoria de investidores. Neste sentido, *vide* P. CASEY/K. LANNOO, “*The MiFID...*”, p. 67.

<sup>84</sup> V.g. Ao melhor preço de mercado (*at best*); ordem limitada (*at limit*) e, dentro desta, se o limite é para investimento, *hedging*, ou especulação; volume e nível de urgência. Cf. DICK FRASE, *op. cit.*, p. 193, nota 12.

<sup>85</sup> Como facilmente se compreende, haverá diferenças significativas entre a execução de ordens sobre acções, títulos de dívida ou de derivados (seja em mercado regulamentado ou fora dele).

Independentemente destas orientações, e ainda que perante transacções idênticas, cremos como evidente que o modo como os *execution factors* serão sopesados poderá assumir múltiplas configurações e, conseqüentemente, redundar em diversos resultados qualitativos.<sup>87</sup> Tal não decorre apenas do teor dos critérios de determinação da sua importância relativa, mas também: a) da multiplicidade de contornos que qualquer transacção é passível de assumir; b) da pluralidade de estratégias que poderão ser adoptadas para a sua execução.

Todavia, este modelo é objecto de calibração no âmbito da execução de ordens de investidores não qualificados. No que toca a esta categoria de investidores, determina o n.º 3 do art.331.º que o critério decisivo será o da contrapartida pecuniária global (*total consideration*) - a qual deve ser aferida em função do preço e dos custos (explícitos) da execução (v.g. comissões da estrutura de negociação, comissões de liquidação ou de compensação e quaisquer outras pagas a terceiros envolvidos na execução da ordem).<sup>88</sup>

Nos termos do disposto no n.º 4 do art. 331.º, “*sempre que uma ordem seja passível de ser executada em dais do que uma estrutura de negociação, o intermediário, para avaliar as melhores condições, deve considerar as comissões por si cobradas ao cliente e os demais custos de execução em cada estrutura de negociação*”. Apesar de o CódVM não o esclarecer, do considerando n.º 71 da DMIF (II) - onde se pode ler-se “(...) para a determinação da execução nas melhores condições no que respeita às ordens de execução de clientes não profissionalia(...)”, parece resultar a circunscrição deste

---

<sup>86</sup> Por exemplo: liquidez e transparência; comissões; capacidade para lidar com ordens complexas; velocidade de execução; diferenças de fuso horário; qualidade de regulação; qualidade de compensação e liquidação (*clearing and settlement*), fiabilidade, entre outros. Cf. D. FRASE, *op. cit.*, p. 192-193.

<sup>87</sup> Como salienta Nuno Casal, ” *Best...*”, p. 136, “ (...)o modo como...são sopesados é deixado à discrição do intermediário financeiro, reconhecendo-se-lhe a liberdade de conformar o seu modelo comercial e o seu posicionamento no mercado(...)”.

<sup>88</sup> Tendo em conta o volume reduzido da generalidade das ordens dos investidores não qualificados, a opção legal pela desconsideração, neste domínio, de custos implícitos, parece-nos razoável e compreensível. Em sentido idêntico, *vide* CESR, “*Best...*”, p. 8, par.-27; D. FRASE, *op. cit.*, p. 199. Todavia, na execução de ordens de volume considerável e sobre instrumentos com reduzida liquidez reduzida, estes custos poderão ter ser considerados. Cf. CESR, ” *Best execution under MiFID – Questions and Answers*”, Mai.-2007, p. 8, Q. 11.2..

dever à execução de ordens de investidores não qualificados.<sup>89</sup> É, por isso, nossa opinião, que estas comissões devem também ser integradas na *total consideration*.<sup>90</sup>

Um aspecto particularmente importante é que, por isso, não pode deixar de ser sublinhado, respeitada a proibição de estruturação dos custos de execução das ordens (v.g. comissões) por forma a introduzir uma discriminação injustificada entre estruturas de negociação (cf. art. 331.º, n.º 5). A discriminação deverá ter-se por injustificada sempre que a diferença entre comissões não seja o reflexo de diferenças efectivas a nível do custo para a empresa decorrente da execução nas estruturas de negociação em causa.<sup>91</sup>

Na medida em que para os pequenos investidores os custos representarão, em regra, uma proporção elevada do preço de negociação<sup>92</sup>, parece-nos que a proeminência do critério da contrapartida pecuniária global está em perfeita sintonia com as especificidades e dificuldades de posicionamento de mercado paradigmaticamente reconhecidas a esta categoria de investidores.<sup>93</sup>

A especial vocação proteccionista desta solução legal é, porém, temperada com alguma flexibilidade, traduzida esta na possibilidade do critério da *total consideration* ser, em certas circunstâncias, afastado.

Com efeito, apesar de o Cód.VM, em termos análogos ao corpo normativo da DMIF (N-II), não o esclarecer, importa salientar que a *total consideration* corporiza uma presunção elidível de *best execution*.<sup>94</sup> Como tal, nada obsta a que sejam considerados

---

<sup>89</sup> Todavia, cumpre frisar que este dever não deve ser interpretado no sentido de que, para alcançar a *best execution*, o intermediário financeiro terá de comparar as suas próprias comissões com as praticadas pelos seus concorrentes e reduzi-las ao valor mais baixo possível. Cf. Considerando n.º 71 *in fine*, da DMIF (N-II).

<sup>90</sup> No mesmo sentido, embora abstraindo do disposto no considerando n.º 71 da DMIF, vide NUNO CASAL, “*Best...*”, p.136; G. FERRARINI, “*Market...*”, p. 477.

<sup>91</sup> Cf. Considerando n.º 73 da DMIF (N-II).

<sup>92</sup> Cf. D. FRASE, *op.cit.*, p. 193.

<sup>93</sup> Em sentido próximo, vide N. CASAL, “*Best...*” p.136. Com efeito, uma vez que assenta em elementos objectivos facilmente quantificáveis, a presunção de que o equilíbrio entre os *execution factors* se situa na “*total consideration*”, facilita o controlo da qualidade da execução pelos investidores não qualificados. Por outro lado, esta presunção é tributária da ideia de que as ordens destes investidores serão, em regra, módicas e fáceis de executar. Neste sentido, vide G. FERRARINI, “*Market...*”, p. 492.

<sup>94</sup> Cf. P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 426-427.

outros factores, elidindo a presunção, conquanto que essa consideração se revele necessária à obtenção do melhor resultado possível.<sup>95</sup>

Todavia, para além dos casos em que se tenha de ponderar entre a satisfação integral da ordem, ou respectiva liquidação, e uma contrapartida pecuniária global menos favorável para o investidor<sup>96</sup>, caso em que os factores probabilidade de execução e liquidação assumirão certamente preponderância, parece-nos que as probabilidades de elisão desta presunção serão bastante limitadas.<sup>97</sup>

Por último, note-se que, pese embora, se apresente como um critério específico para os investidores não qualificados, a “*total consideration*” não deixa de ser relevante para os investidores qualificados, até porque, na maioria dos casos, o preço e o custo serão factores que irão assumir uma importância relativa acrescida.<sup>98</sup> Cremos, por isso, com Paulo Câmara, que “*a mensagem fundamental é a de que o quadro, aqui, será as mais das vezes mais complexo – o que impõe o atendimento de outras circunstâncias*”.<sup>99</sup>

##### ***5. A política de execução de ordens dos intermediários financeiros: função e relevância no quadro do dever de melhor execução***

Como procurámos demonstrar no capítulo precedente, o legislador deixou aos intermediários financeiros alguma margem de conformação na determinação da importância relativa dos factores de execução.

Como também já tivemos oportunidade de sublinhar, a pré-determinação normativa dos *execution factors*, bem como dos critérios em que deve assentar a determinação da respectiva importância relativa, não é desprovida de sentido, providenciando um “ponto

---

<sup>95</sup> Cf. Considerando n.º 67 DMIF (N-II).

<sup>96</sup> Exemplo dado por Nuno Casal, “*Best...*”, p. 137”

<sup>97</sup> No mesmo sentido, vide P. CÂMARA, “*Manual...*”, pp. 426-427. Segundo Nuno Casal, a emissão de instruções específicas também consubstancia uma forma de afastar esta presunção. Cf. N. CASAL, “*Best...*”, pp. 136-137. Resta, porém, saber, até que ponto é que, nessa situação, não só se afastará a presunção, como todo o regime da *best execution*, do qual a mesma faz parte.

<sup>98</sup> Como bem salienta o CESR, *na prática será sempre difícil – pelo menos na prossecução da best execution - ignorar a importância do custo líquido de uma compra ou das receitas de uma venda*. Cf. CESR, “*Best...*”, p. 8, par. - 29.

<sup>99</sup> P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 427; vide CESR, “*Best...*”, p.8, par. - 29; D. FRASE, *op. cit.*, p. 199.

de partida” tendencialmente seguro na aferição *ex post* do cumprimento da *best execution*.

A flexibilidade subjacente a estes critérios, e a heterogeneidade de soluções que a mesma permite alcançar - com as dificuldades de controlo *ex post* lhe estão inerentes – não foram, porém, desconsideradas pelo legislador, o qual criou um “mecanismo de consolidação parcial” das estratégias de negociação que cada intermediário financeiro deverá seguir na obtenção do melhor resultado possível.<sup>100</sup>

A consolidação de que falamos opera pela inclusão dessas estratégias num documento legalmente apelidado de “*política de execução de ordens*”, a qual, sendo o espelho do modelo comercial do intermediário, permitirá ao investidor ajuizar sobre a respectiva adequação aos seus interesses financeiros, *maxime* aos contornos das suas motivações e concretas decisões de investimento.

As virtualidades da política de execução vão, por isso, além do assegurar a efectividade e uma mais fácil sindicância do cumprimento da *best execution*,<sup>101</sup> permitindo, antes de mais, aquilatar um controlo *ex ante* sobre o potencial cumprimento do dever pelo intermediário.<sup>102</sup>

Como é evidente, este controlo terá natureza contratual, e portanto, independentemente do mérito da política de execução, a adesão ao modelo proposto terá ínsito o consentimento de que ele será adequado à obtenção do melhor resultado possível para o investidor que o prestou. Todavia, como *infra* se fará por demonstrar, o consentimento do investidor não é de *per si* suficiente para afastar a violação do dever

---

<sup>100</sup> Dizemos “*consolidação parcial*” na medida em que a escolha de estratégias gerais de negociação e das estruturas de negociação a verter na política de execução, representam apenas um passo no caminho de contornos pouco precisos da obtenção do melhor resultado possível. Como bem salienta o CESR, “*The “execution arrangements” are the means that an investment firm employs to obtain the best possible result when executing orders or decisions to deal, while the “execution policy” may be understood as a document that describes the most important and/or relevant elements of those execution arrangements*”. Cf. CESR, “*Best Execution...*” - Q & A, p. 6, Q.5.

<sup>101</sup> Virtualidades também reconhecidas por Nuno Casal, “*Best...*”, p. 137.

<sup>102</sup> Aparentemente neste sentido, falando numa substituição “*parcial à directa fixação de critérios gerais de melhor execução*” e num reforço da “*contratualização do dever de melhor execução*”, P. CÂMARA, “*Manual...*”, pp. 431-432.

de *best execution*, a qual pode ser perpetrada pela própria política de execução, *maxime* pelos termos em que foi elaborada e, consequentemente, pelo respectivo conteúdo.<sup>103</sup>

### 5.1. Conteúdo e segmentação da política de execução

Nos termos do disposto no n.º 4 do art.330.º, “o intermediário financeiro deve adoptar uma política de execução de ordens que:

- a) *Permita obter o melhor resultado possível e inclua no mínimo, as estruturas de negociação que permitam obter, de forma reiterada, aquele resultado;*
- b) *Em relação a cada tipo de instrumento financeiro, inclua informações sobre as diferentes estruturas de negociação e os factores determinantes da sua escolha*  
“.

Da análise conjugada das disposições que compõem este preceito, é possível recortar dois sentidos normativos: por um lado, o relativo ao conteúdo da política de execução (cf. alínea - a)); por outro lado, o relativo à segmentação da política de execução (cf. alínea b).

#### 5.1.1. Conteúdo da política de execução.

A escolha das estruturas de negociação é um aspecto crítico na elaboração da política de execução e assenta num processo tendencialmente complexo que demanda um grau acrescido de ponderação.

A referência à obtenção do melhor resultado possível evidencia a necessidade dessa escolha ter de ser tomada à luz dos factores de execução normativamente assinalados como relevantes para o efeito, bem como dos critérios de determinação da sua importância relativa.

Por conseguinte, a escolha das estruturas de negociação postula uma análise de três níveis:<sup>104</sup>

- a) Consideração do conjunto de factores específicos de execução<sup>105</sup>;

---

<sup>103</sup> Cf. *infra*, Cap. III.

<sup>104</sup> Cf. Considerando n.º 66 e *Background Note*, ponto 7.7.1., ambos da DMIF (N-II).



- b) Determinação *in abstracto* da importância relativa - ou de um processo para determinar a importância relativa - dos *execution factors* à luz do dever de obter o melhor resultado possível;<sup>106</sup>
- c) Análise das estruturas de negociação disponíveis, e inclusão - na política de execução - daquelas que permitirão obter o melhor resultado possível numa base consistente à luz dos factores previamente definidos como preponderantes.<sup>107</sup>

Ora, da articulação entre o nível a) e b), resulta clara a necessidade de a escolha das *execution venues* ter de assentar numa ponderação da **importância relativa** dos *execution factors* à luz das múltiplas configurações que cada transacção seja, *in abstracto*, passível de assumir.<sup>108</sup>

Cremos que uma das formas de facilitar essa ponderação será a segmentação e classificação de possíveis ordens de clientes em grupos, a que se seguirá a formulação de juízos de mérito sobre a performance de cada *execution venue* na respectiva execução.

Uma vez que numa primeira fase esta ponderação terá de ser feita *ex ante*, a disponibilidade, a comparabilidade e a consolidação de dados sobre a qualidade de execução proporcionada pelas estruturas disponíveis será determinante para uma escolha acertada.<sup>109</sup>

---

<sup>105</sup> Sobre os *execution factors*, cf. *supra*, Cap. II, 4..

<sup>106</sup> Sobre os critérios de determinação da importância relativa dos factores de execução, cf. *supra*, Cap. II, 4.1..

<sup>107</sup> De acordo com o CESR na fase inicial de escolha das estruturas negociação a atenção deve focar-se na qualidade da execução disponível na estrutura e não no custo da execução. Todavia, aquando escolha da estrutura para executar uma concreta ordem, as taxas e comissões cobradas pelo intermediário - que sejam reflexos dos custos de acesso a determinada estrutura de negociação - não poderão deixar de ser consideradas, em especial no que tange aos investidores não qualificados, para os quais a *total consideration* terá, em regra, uma importância acrescida. Cf. CESR, “Best...”, p. 10, par.-31-34; No mesmo sentido, vide D. FRASE, *op. cit.*, p. 195.

<sup>108</sup> A nosso ver esta é uma exigência que pode extrair-se da interpretação do n.º 3 do art. 21.º, da DMIF, onde pode ler-se: “ *A política de execução deve incluir (...) os factores que afectam a escolha do espaço ou da organização de negociação*” (destaque nosso).

<sup>109</sup> Cf. Considerando n.º 76 DMIF (N-II). Para além do recurso a *data vendors*, que possuem informação consolidada sobre uma pluralidade de estruturas de negociação, entende a Comissão que esta tarefa será

Todavia, a obrigação de executar nas melhores estruturas de negociação não significa que o intermediário tenha de aceder a estas estruturas a qualquer custo, em especial se os custos forem desproporcionais aos benefícios.<sup>110</sup>

A *best execution* apenas exige e, portanto, apenas existe o dever de inclusão na política de execução das estruturas que, pelo menos, permitam obter numa base consistente (*on a consistent-basis*) o melhor resultado possível.<sup>111</sup>

Destarte, quando existir mais do que uma estrutura de negociação disponível que ofereça serviços de execução relevantes, o intermediário não deve deixar de ponderar a sua inclusão na política de execução.<sup>112</sup> Com efeito, mesmo que o custo de acesso a uma estrutura adicional seja superior a qualquer *price improvement* que a mesma permita obter - desaconselhando o acesso directo ou determinando a sua impraticabilidade – a execução por via de outro intermediário poderá revelar-se uma alternativa de acesso não só viável, como aconselhável.<sup>113</sup>

A possibilidade da política de execução incluir apenas uma estrutura de negociação (*single execution venue*) tem vindo a ser admitida, conquanto que essa estrutura permita obter numa base consistente o melhor resultado possível.

Todavia, como bem salienta a Comissão, a emergência e concorrência entre novas estruturas de negociação, tenderá a reduzir a níveis residuais a compatibilidade desta medida com a *best execution*.<sup>114</sup>

---

facilitada pela existência de tecnologia “(...) capable of consolidating pan-European quotes and order books as well as identifying in real-time, for example, the best available price including any related explicit costs (commission, Exchange transaction fees, taxes, clearing, settlement) and allowing for currency conversion where necessary.” Cf. DMIF (N-II), Background Note, ponto 7.7.1..

<sup>110</sup> Cf. Considerando n.º 66 da DMIF (N-II).

<sup>111</sup> Como bem salienta Paulo Câmara, “ a consistência tem um significado estatístico preciso que não pode ser descurado”. Cf., “Manual...” p. 427.

<sup>112</sup> Cf. CESR, “Best...” , p. 10, par. -38-39.

<sup>113</sup> A. KIRBY, *op. cit.* p. 39.

<sup>114</sup> Cf. Comissão Europeia, “Your questions on MiFID – Questions and Answers”, p.53, resposta 12.1. Parece-nos, contudo, que em relação a certos tipos de instrumentos financeiros, em especial nos transaccionados *OTC*, nada obsta a que uma única estrutura de execução possa assegurar o melhor resultado possível numa base consistente. Neste sentido, vide CESR, “Best...” , p.10, par.-39; em especial para a negociação de obrigações, G. FERRARINI, “Market...” , p. 494.

### *5.1.2. Da segmentação da política de execução*

Como já foi supra mencionado, da alínea b) do n.º 4 do artigo 330.º resulta para o intermediário financeiro o dever de segmentar a sua política de execução de ordens por tipos de instrumentos financeiros.

Por conseguinte, a política de execução deve conter uma secção especificamente dedicada a cada tipo de instrumento financeiro, a qual deve conter informações sobre as diferentes estruturas de negociação onde as ordens que sobre eles incidam poderão ser executadas, bem como sobre os factores determinantes para a sua escolha.

Note-se, por último, que se trata de um nível mínimo de segmentação, pelo que nada impede o intermediário de optar por uma segmentação mais acentuada do seu modelo de execução.<sup>115</sup>

### *5.2. O dever de informar o cliente sobre a política de execução*

O intermediário financeiro deve providenciar aos seus clientes informação adequada sobre a sua política de execução (cf. art. 330.º, n.º 5).<sup>116</sup>

A descrição da abordagem de execução do intermediário cumprirá com o requisito da adequação, nos casos em que esteja detalhada em termos que permitam afirmar que a sua comunicação ao cliente será suficiente para a adopção de uma decisão esclarecida e fundamentada relativamente à utilização dos serviços prestados pelo intermediário financeiro.<sup>117</sup> Consequentemente, o intermediário só terá o dever de comunicar aos seus clientes a parte da sua política de execução que seja passível de afectar as suas decisões de investimento.<sup>118</sup>

---

<sup>115</sup> Por exemplo, em grupos de clientes ou tipo de ordens. Cf. CESR, “Best...”, p. 11, par.-45.

<sup>116</sup> Embora o n.º 5 do art. 330.º não faça referência à “adequação” da informação a prestar, trata-se de um requisito que resulta expressamente do art. 21.º da DMIF, e bem assim do art. 45.º da DMIF (N-II). Cf. também, CESR, “Best...”, p. 12, par.-49.

<sup>117</sup> Cf. CESR, “Best...”, p. 11-12, par.-46,50-55. Recortando idêntica solução a partir do art. 312.º, n.º1, al. a), N. CASAL, “Best...”, p. 140.

<sup>118</sup> Evidenciando, neste regime, um propósito de salvaguarda da confidencialidade da “expertise” de cada intermediário relativamente aos seus concorrentes, AMF, “Consultation...”, p. 10, par.-25.

Como facilmente se compreende também neste domínio a categorização dos investidores assumirá especial acuidade<sup>119</sup>, pois o nível de densidade informativa a exigir tenderá a ser inversamente proporcional às necessidades de protecção do investidor.<sup>120</sup>

Daí que, não por acaso, o art. 332.º determine relativamente aos investidores não qualificados:

- i) O dever de o intermediário financeiro apresentar - com suficiente antecedência em relação à prestação do serviço - uma descrição da importância que atribui aos *execution factors* de acordo com os critérios legais de determinação da sua importância relativa (cf. art.º 331 n.º 1), ou de acordo com qualquer outro processo por ele escolhido para o efeito.<sup>121</sup>
- ii) O dever de o intermediário financeiro apresentar uma lista das estruturas de negociação que considera que permitem obter, numa base regular, o melhor resultado possível;
- iii) O dever de colocar um aviso bem visível de que quaisquer instruções específicas do cliente podem impedir o intermediário de obter o melhor resultado possível de acordo com a sua política de execução no que diz respeito aos elementos cobertos por essas instruções.

---

<sup>119</sup> Cf. Considerando n.º 44 da DMIF (N-II).

<sup>120</sup> Todavia o nível de detalhe da informação a prestar deve sempre passar pelo crivo da razoabilidade e da proporcionalidade, devendo evitar-se detalhes técnicos – v.g. próprios de um manual de negociação - de difícil compreensão para um investidor medianamente instruído. Cf. *CESR*, “*Best...*”, p. 12, par.-50; P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 430.

<sup>121</sup> Tendo em conta a aplicação, relativamente aos investidores não qualificados, do critério especial da “contrapartida pecuniária global”, e uma vez que este critério “consome” *ex lege* grande parte dos factores de execução, parece-nos que o conteúdo deste dever informativo só terá plena operacionalidade nos casos em que a *total consideration* não seja de aplicar. De contrário apenas deverá ser feita referência às situações que poderão ditar o afastamento deste critério especial em nome de outros factores.

### 5.3. O consentimento do cliente relativamente à política de execução

Uma vez informado sobre a política de execução, o cliente deverá dar o seu consentimento relativamente à execução das suas ordens de acordo com a mesma, o qual é pressuposto necessário do início da prestação de serviços pelo intermediário financeiro (cf. art. 330.º, n.º 5).

O consentimento poderá ser expresso<sup>122</sup> ou tácito<sup>123</sup>, salvo quando a política admitir a execução de ordens fora de mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral (MTF), caso em que o consentimento deverá ser expresso – ainda que possa assumir a forma de acordo geral, dispensando-se a sua manifestação relativamente a cada transacção isoladamente considerada.<sup>124</sup>

### 5.4. A avaliação da política de execução de execução de ordens

Como já referimos noutra parte deste texto, com a abolição da regra da concentração, espera-se o advento progressivo de novas estruturas de negociação, as quais dotadas de características funcionais cada vez mais inovadoras, tenderão a competir entre si pela persuasão económica do investidor e/ou dos seus intermediários.

A alteração de condições oferecidas por *execution venues* pré-existentes, e bem assim, o surgimento de novas estruturas de negociação, tenderão, por isso, a apresentar-se como fenómenos correntes, passíveis de ditar, a qualquer momento, a impossibilidade de o intermediário assegurar – através da sua política de execução - a obtenção do melhor resultado possível para o cliente.

---

<sup>122</sup> Por assinatura electrónica, um *click* numa página da internet, oralmente (em pessoa ou por telefone, desde que devidamente evidenciado nos registos da empresa) ou por qualquer outro meio equivalente que permita a prova. Cf. CESR, “*Best...*”, p. 15, par. - 60-62.

<sup>123</sup> A divulgação da política de execução seguida de emissão de uma ordem pelo cliente será considerada um caso de consentimento tácito. CESR, “*Best...*”, p. 15, par. - 60.

<sup>124</sup> Sublinhando neste regime um certo desfavor em relação à internalização sistemática, e qualificando-o como uma compensação a certos países pela perda da regra da concentração, G. FERRARINI/F. RECINE, *op cit.*, p. 266. Curiosamente o Parlamento Europeu objectou fortemente a este requisito, argumentando que ele criava uma preferência desnecessária na execução de ordens e que a protecção do investidor seria suficientemente acautelada pela divulgação da estrutura de negociação na política de execução. Em linha com a posição defendida pelo Parlamento, referindo-se a uma hierarquia desnecessária entre estruturas de negociação, N. MOLONEY, “*EC Securities...*”, p. 626, nota 390.

Por outro lado, pela complexidade que subjaz ao processo da sua elaboração e, bem assim, pela complexidade das realidades dinâmicas que formam o seu objecto, cremos que não serão raras as vezes em que, uma vez posta em prática, a política de execução venha a revelar falhas e ineficiências que ponham em causa a execução nas melhores condições.

A avaliação - e se necessária, a revisão - da política da execução apresenta-se, por isso, como uma tarefa indispensável à mitigação dos riscos – de violação do dever de melhor execução - que as situações referenciadas são passíveis de gerar.

Estas considerações não foram, contudo, ignoradas pelo legislador da União, o qual não só configurou a avaliação da política de execução como um dever, como ainda balizou parcialmente os termos do respetivo cumprimento.

Cremos, porém, que o fez em termos pouco claros, pois as orientações de nível 3 do *CESR* evidenciam uma segmentação estrutural deste dever que, em face do texto da DMIF, poderia despercebida.

Dada a colagem do Cód. VM ao texto das Diretivas de nível I e nível II, aquela falta linearidade não deixou, porém, de reflectir-se no modo como o dever veio a ser regulado entre nós.

Com efeito, dado o silêncio da lei, nem mesmo uma leitura atenta das alíneas a) e b) do n.º 9 do artigo 330.º, revelaria o dever de avaliação da política de execução como um dever estruturalmente composto por dois sub-deveres (ou duas dimensões) funcionalmente autónomos.

Todavia, de acordo com as orientações do *CESR* sobre a matéria, há que fazer a distinção entre o dever de monitorizar (*monitor*)<sup>125</sup> e o dever de rever (*review*)<sup>126</sup> a política de execução, os quais apesar de estarem funcionalmente interligados, comportam âmbitos distintos de operacionalidade.<sup>127</sup>

De todo o modo, o facto de estarem, em certos aspectos, separados por linhas ténues, torna pertinente que se analise cada um destes sub-deveres de forma autónoma. É o que faremos.

---

<sup>125</sup> Cf. art. 21.º, n.º 4 da DMIF.

<sup>126</sup> Cf. art. 21.º, n.º 4 da DMIF e art. 46.º, n.º 1 da DMIF (N-II).

<sup>127</sup> Cf. *CESR*, “*Best...*”, p. 19-21, par.-77-86, em especial, 83-86.

#### 5.4.1. O dever de rever (review) a política de execução

O dever de rever a política de execução traduz-se no dever de o intermediário financeiro avaliar, de uma perspetiva global e não meramente interna, a capacidade da sua política de execução para a obtenção do melhor resultado possível.

Trata-se aqui, sobretudo, de uma avaliação da qualidade relativa da política de execução, ou seja, de uma avaliação da qualidade do seu conteúdo atual à luz do seu conteúdo potencial, em especial no que respeita à qualidade da performance das estruturas de negociação nelas incluídas.<sup>128</sup>

Ao nível de periodicidade, esta avaliação deverá ser realizada não só anualmente, mas também ante qualquer alteração relevante que seja passível de fazer perigar a obtenção da *best execution* de forma consistente (cf. alínea a) e b), respetivamente, do n.º 9, do art. 330.º).<sup>129</sup>

#### 5.4.2. O dever de monitorizar (monitor) a política de execução

O dever de monitorizar a política de execução visa sobretudo impor um controlo – interno e regular – sobre a eficácia e eficiência do modelo (v.g. mecanismos e estratégias de negociação) desenvolvido e/ou escolhido pelo intermediário para efeitos de obtenção do melhor resultado possível para o cliente.

---

<sup>128</sup> Para o efeito o intermediário poderá ter que indagar, por exemplo, se a inclusão de diferentes (e/ou adicionais) estruturas de negociação ou a redefinição da importância relativa dos *execution factors*, podem contribuir para uma melhor qualidade de execução das ordens dos seus clientes. Cf. CESR, “*Best...*”, Q & A, p. 13, Q.23. Pese embora a referência nesta sede à ponderação da importância relativa dos fatores de execução possa parecer descabida, importa não olvidar que ela é essencial para uma escolha acertada das estruturas de execução.

<sup>129</sup> A lei não esclarece o sentido a dar à expressão “*alteração relevante*”. Todavia, parece-nos tal qualificação dependerá não só da natureza da alteração, mas também do posicionamento do intermediário no mercado. No mesmo sentido, vide FSA, *Discussion Paper* DP06/03, p. 36. Exemplificando: Se o intermediário utiliza apenas uma estrutura de negociação, o mesmo poderá ter de rever a sua política de execução se outra grande estrutura de negociação entrar no “mercado”. Em contraste, uma firma que utilize uma pluralidade de estruturas de negociação não irá “sentir” uma mudança substancial só porque outra estrutura de negociação relativamente importante entrou no mercado. Cf. CESR, “*Best...*”, p. 19-20, par.- 84.

De acordo com o *CESR*, há pelo menos duas áreas nas quais este controlo será crucial para acautelar a eficiência de qualquer política de execução, a saber:

i) *Avaliação do cumprimento da política de execução:*

Pois, como é evidente, se a política de execução não for cumprida nunca será possível avaliar a qualidade do modelo de execução nela vertida.

ii) *Avaliação dos termos em que a política de execução e a abordagem de execução nela vertida permitem obter o melhor resultado possível*

Esta avaliação poderá ser feita: a) comparando a execução de transações similares na mesma estrutura de negociação, por forma a verificar se os juízos formulados pelo intermediário relativamente à forma como as ordens são executadas estão correctos; b) comparando a execução de transações similares em estruturas que, embora diferentes, integrem a política de execução do intermediário, o que lhe permitirá aferir se está a executar determinado tipo de ordens na estrutura mais adequada para a respetiva execução.<sup>130</sup>

\*\*

Se por força de qualquer destas avaliações vierem a ser identificadas falhas ou deficiências, as mesmas deverão ser corrigidas, sendo que se de tal correcção resultar a necessidade de alterar a política de execução, tal alteração - desde que relevante ou significativa-, deverá ser comunicada ao cliente (cf. art . 330.º, n.º 6).

---

<sup>130</sup> Cf. *CESR*, “*Best...*”, p. 20, par.-85.



### Capítulo III – Da violação do dever de execução nas melhores condições

#### 1. Pressupostos da responsabilidade civil por violação do dever de melhor execução

O facto de a *best execution* conformar, pelo menos parcialmente, o modo como o intermediário financeiro deverá executar as ordens dos seus clientes, permite qualificá-la como um dever relativo ao exercício da sua atividade.<sup>131</sup>

Assim sendo, qualquer pretensão indemnizatória - contra o intermediário financeiro -, fundada na sua violação, terá de passar pelo crivo da cláusula geral de imputação vertida art. 304.º-A do Cód.VM.<sup>132</sup>

Sem prejuízo das especificidades - em face do regime geral de responsabilidade civil vertido no Código Civil - que esta cláusula específica de imputação convoca,<sup>133</sup> a verdade é que ela não dispensa o preenchimento da generalidade dos pressupostos da imputação civil de danos, a saber: facto, ilicitude, culpa, dano e nexo causalidade.<sup>134</sup>

O facto de este trabalho estar limitado na sua extensão e, portanto, não se compadecer com uma análise exaustiva de todos e cada um daqueles pressupostos à luz da disciplina da *best execution*, levou-nos a optar somente pelo escrutínio daqueles que, a nosso ver, são passíveis de suscitar maiores dificuldades de concretização prática – a ilicitude e o dano.<sup>135</sup>

---

<sup>131</sup> No mesmo sentido, vide GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, “A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente”, p. 93.

<sup>132</sup> Para uma visão geral sobre a evolução do regime que enquadra esta cláusula, vide Castilho dos Santos, *op. cit.*, pp. 194-199.

<sup>133</sup> Pois como bem salienta Castilho dos Santos, trata-se de uma cláusula inserida num subsistema de responsabilidade que aglutina notas típicas da responsabilidade civil delitual e obrigacional. Cf., *op. cit.*, p. 199.

<sup>134</sup> Neste sentido, CASTILHO DOS SANTOS, *op. cit.*, p. 199; MENEZES LEITÃO, “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, p. 146.

<sup>135</sup> De todo o modo, na medida em que concordamos, no essencial, com o teor das considerações que sobre a matéria são apresentadas por Gonçalo Castilho dos Santos, para ele remetemos o tratamento dos demais pressupostos da responsabilidade civil do intermediário financeiro. Assim, relativamente ao pressuposto do facto voluntário, cf. pp. 199-200; quanto ao pressuposto da culpa, vide pp. 208 – 215; relativamente ao nexo de causalidade cf. pp. 222- 229, todos in “A responsabilidade...”.

### ***1.1. A ilicitude***

I. Como já fizemos por demonstrar, a arquitectura normativa que subjaz ao dever de melhor execução é composta por uma cláusula geral e por deveres parcelares, estes últimos destinados a assegurar uma maior operatividade e mais fácil sindicância do seu cumprimento.

Pese embora as dissemelhanças estruturais que presidem a cada uma destas componentes do dever, a verdade é que as formas pelas quais as mesmas prosseguem o seu fim – assegurar a obtenção do melhor resultado possível para o cliente – assentam num denominador comum: condicionamento parcial da forma através da qual o intermediário deverá executar as ordens do seu cliente.

Ou seja, através das várias fórmulas legais que enformam a disciplina da *best execution*, o legislador operou aquilo que pode qualificar-se como uma verdadeira conformação legal - ainda que meramente parcial <sup>136</sup>- dos termos em que o intermediário deverá realizar a prestação contratual a que se vinculou: a execução da ordem do cliente. <sup>137</sup>

Por conseguinte, na responsabilidade civil emergente da violação da *best execution*, o pressuposto da ilicitude deverá ser reconduzido à violação dos termos em que este dever condiciona a execução de ordens pelo intermediário financeiro, e, portanto, à violação

---

<sup>136</sup> Dizemos “parcial”, pois, como procurámos demonstrar, o legislador deixou ao intermediário uma significativa margem de liberdade na escolha da forma pela qual se propõe a obter o melhor resultado possível.

<sup>137</sup> Esta conformação legal do objecto debitório aliada à natureza contratual da relação de confiança que se estabelece entre o cliente e intermediário, têm levado alguns autores a advogar no sentido de deveres como a *best execution* poderem ser contratualmente exigidos no seu cumprimento. Cf. CASTILHO DOS SANTOS, *op.cit.*, pp. 191-194. O principal corolário desta posição de princípio traduzir-se-á, como é evidente, na recondução da ilicitude emergente da violação do dever de melhor execução ao domínio da responsabilidade contratual. Pela pertinência dos argumentos invocados, por ser consentânea com a dogmática geral que subjaz à lei mobiliária, e, bem assim, por estar em sintonia com o dever de o intermediário, enquanto mandatário do cliente, actuar de acordo com os interesses deste, a ela aderimos. Aparentemente em sentido diverso, reconduzindo violação de deveres relativos ao exercício da actividade de intermediação financeira à violação de normas de protecção, e, portanto, à responsabilidade civil delitual, cf. MENEZES LEITÃO, “*Actividades...*”, p. 147.

do dever de **envidar todos os esforços razoáveis** para obter o melhor resultado possível para o cliente.<sup>138</sup>

II. Saber quando é que o intermediário não incorreu nos esforços que razoavelmente lhe teriam permitido obter o melhor resultado possível, não é, porém, uma questão fácil.

De todo o modo, cremos que um bom ponto de partida na busca por uma resposta será relembrar que o dever de melhor execução opera sobretudo a dois níveis:

a) imposição de envidar todos os **esforços razoáveis** para obter o melhor resultado possível para o cliente à luz dos *execution factors* normativamente elencados (art. 330.º n.º 2);

b) determinação - através dos deveres complementares - de alguns dos *esforços razoáveis* em que o intermediário terá necessariamente de incorrer para assegurar a obtenção daquele resultado.

Ora, partindo desta equação operacional, e uma vez que o conteúdo da expressão “*melhor resultado possível*” já foi analisado noutra parte deste texto<sup>139</sup>, a primeira questão que se coloca é a de saber qual o sentido a dar à expressão “*esforços razoáveis*”.

Nela serão, por certo, subsumíveis, várias das diligências de índole organizacional previstas e impostas pelos já referenciados deveres complementares.<sup>140</sup>

Cremos, todavia, que, ainda que o incumprimento de alguns destes deveres possa constituir indício ou causa da violação do dever de melhor execução, esta violação não poderá deixar de ser aferida e avaliada à luz da cláusula geral do artigo 330.º, n.º2, ou seja, haverá sempre que aferir se, apesar de aqueles deveres terem sido violados, poderá,

---

<sup>138</sup> A configuração da ilicitude como desvalor do facto praticado revela-se, por isso, nesta sede, particularmente adequada. Sobre a distinção entre desvalor do facto e desvalor do resultado para efeitos de ilicitude, *vide* MENEZES LEITÃO, “*Direito das Obrigações*”, pp. 258-259.

<sup>139</sup> Cf. *supra*, Cap. II, 3..

<sup>140</sup> Por exemplo: *i*) o dever de elaborar uma política de execução e de nela incluir as estruturas de negociação que permitam obter o melhor resultado possível; *ii*) o dever de aferir a importância relativa dos *execution factors* à luz dos critérios legais, inclusive para efeitos de escolha das estruturas de negociação a incluir na política; *iii*) relativamente aos investidores não qualificados, o dever de aferir a *best execution* à luz da contrapartida pecuniária global; *iv*) o dever de avaliar a política de execução.

ainda assim, afirmar-se que essa violação não comprometeu a obtenção do melhor resultado possível para o cliente.

Isto porque, a nosso ver, a natureza “complementar “ destes deveres resulta precisamente do facto de a sua violação, individualmente considerada, não ser, **por princípio**, suficiente, para que se possa afirmar a violação do dever de melhor execução.<sup>141</sup>

Todavia, dizemos “*por princípio*”, porque há certos deveres complementares cujo cumprimento tenderá a ser pressuposto necessário da obtenção do melhor resultado possível para o cliente, podendo, nestes casos, falar-se de uma verdadeira relação de prejudicialidade.<sup>142</sup>

O cumprimento dos deveres complementares não esgota, porém, o rol de “*esforços*” cuja adoção pode, em nome da *best execution*, ser razoavelmente exigida ao intermediário financeiro.

Os demais circunscrevem-se, porém, ao domínio do escrutínio que **razoavelmente** se pode esperar que cada intermediário faça sobre os diversos fatores passíveis de terem impacto no mérito do serviço por si prestado, assumindo especial acuidade os relacionados com: a análise das condições de mercado; definição de estratégias de negociação; escolha das estruturas de execução, etc..<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> Pense-se, por exemplo, na violação do dever de avaliar anualmente a política de execução, pois, como é evidente, o facto de a política não ter sido avaliada não implica, necessariamente, que a mesma já não permita obter o melhor resultado possível para o cliente (bastando para o efeito que não tenham se tenham verificado quaisquer alterações relevantes ao nível do mercado, estruturas de negociação, etc.).

<sup>142</sup> É o caso, por exemplo, do dever de incluir na política de execução de as estruturas de execução que permitam obter o melhor resultado possível de forma consistente, pois nunca se poderá obter o melhor resultado possível se as ordens não forem executadas nas estruturas que o permitam obter. À luz do dever de protecção e prossecução dos interesses do cliente, será de admitir situações de execução de ordens pelo intermediário em estruturas não previstas na sua política de execução. Neste sentido, N. CASAL, “*Best...*”p. 142-143. Todavia, para além desta prática, atento o consentimento e adesão do cliente à política, dever revestir natureza excepcional, sempre será duvidoso que o intermediário a leve e bom porto, pois, em regra, o mesmo incluirá na sua política as *execution venues* que, a ser ver, permitem obter de forma consistente o melhor resultado possível.

<sup>143</sup> Como facilmente se compreende, as já referidas natureza de meios e razoabilidade que enformam a *best execution* não poderão deixar de ser chamadas à colação na avaliação do mérito da execução destas

III. Se é certo que a delimitação das situações que podem determinar a violação do dever de melhor execução se reveste de inegável importância, a verdade é que a mesma de nada valerá se o investidor dela (da violação) não puder aperceber-se.

Salvo melhor opinião, é neste ponto que a efetividade do dever de melhor execução parece revelar-se particularmente frágil.

Com efeito, em face da complexidade técnico-financeira que subjaz ao escrutínio a realizar, em cada operação, pelo intermediário financeiro, e, bem assim, às opções de execução que, em face daquele, venham a ser tomadas, cremos que a avaliação da qualidade da execução pelo investidor estará, as mais vezes, longe de poder qualificar-se como uma tarefa trivial.<sup>144</sup>

Desde logo porque a formulação de juízos de mérito sobre a qualidade da execução de uma ordem pressupõe a existência de um termo de comparação (v.g. dados sobre a execução de ordens similares em diferentes estruturas e/ou por outros intermediários), o qual não estará, em regra, à mão do comum investidor.<sup>145</sup> Em especial quando esteja em causa a execução de uma ordem sobre instrumentos financeiros com pouca liquidez e/ou

---

operações. Assim, não poderá, por desrazoável, exigir-se ao intermediário que o mesmo esteja a par das condições oferecidas a cada momento por todas as estruturas de negociação (até porque muitas delas poderão exigir a adesão como membro, assim inviabilizando o aproveitamento de eventuais condições de negociação transitórias por si oferecidas), mas sim, e tão só, por aquelas que permitem obter o melhor resultado de forma consistente. Todavia, quanto a estas últimas não temos dúvidas de que o intermediário deverá providenciar pelo acesso às mesmas, seja directamente através da sua inclusão na sua política de execução, seja indirectamente, via outro intermediário.

<sup>144</sup> Note-se que estas considerações são extensíveis, com as devidas adaptações, ao controlo, pelo investidor, do mérito da política de execução. Aparentemente neste sentido, sugerindo tais dificuldades à luz dos actuais níveis de literacia financeira dos investidores, P. CÂMARA, “*Manual...*”, p. 428.

<sup>145</sup> De todo o modo, ainda que o investidor tenha acesso a tal informação (v.g. através de *data-vendors*), a sua onerosidade poderá desincentivar ou mesmo desaconselhar a respetiva aquisição. Em alternativa, o investidor poderá, é certo, optar por executar ordens similares através de diferentes intermediários, assim avaliando a qualidade da sua execução em termos relativos. Todavia, esta opção não só consome tempo, como também tenderá a ser arriscada e dispendiosa (desde logo pela multiplicação de custos de transacção). No mesmo sentido, embora evidenciando especiais dificuldades de avaliação da qualidade de execução de *limit orders*, T. ISELI/ A. WAGNER/ R. WEBER, *op.cit.*, p. 34; LAWRENCE HARRIS, “*The economics of best execution*”, p. 34.

não sujeitos às regras da transparência (v.g. derivados altamente estruturados, ou mesmo certos títulos de dívida).

Por outro lado, importa não olvidar que a avaliação da qualidade da execução não pode deixar de pautar-se por critérios de razoabilidade, o que, a nosso ver, contribuirá, em larga medida, para um agravamento das dificuldades cognitivas que neste domínio podem fazer-se sentir.

A este propósito, recorde-se, por exemplo, as já referenciadas dificuldades de aferição *ex ante* de certos custos - implícitos - de transação, as quais, como facilmente se compreende, contribuirão, em regra, para um maior esbatimento da linha de fronteira entre aquilo que será, ou não, razoável exigir ao intermediário financeiro para efeitos de obtenção do melhor resultado possível.

Tudo somado, temos que o eventual recurso - pelos investidores - a entidades especializadas em matéria financeira (v.g. consultoras) será, porventura, o único mecanismo que permitirá mitigar, de forma tendencialmente segura, a margem de manobra de que os intermediários beneficiam por força da complexidade e contornos pouco precisos das realidades que gravitam em torno da *best execution*.

Do prisma regulatório, cremos que o reforço das regras relativas à consolidação e divulgação de dados – pelas *execution venues* - sobre a qualidade de execução e, bem assim, o alargamento do âmbito das regras sobre a transparência pré e pós-negociação, poderão, neste domínio, dar um forte contributo à superação dos défices cognitivos que inquinam a plena efetividade da *best execution*.

IV. Outra questão de particular importância é a que respeita à possibilidade de o consentimento do cliente relativamente à política de execução do intermediário poder funcionar como eventual causa de exclusão da ilicitude.

Exemplificando, imagine-se que o cliente adere a uma política de execução que viola *ab initio* e de forma grosseira a *best execution*<sup>146</sup>, vindo as suas ordens a ser executadas de acordo com aquela política. Será que o consentimento/ adesão do cliente a tal política

---

<sup>146</sup> Por exemplo, por incluir estruturas negociação que, apesar do que foi sugerido ao cliente, nunca permitiriam obter o melhor resultado possível na execução determinado tipo de ordens.

de execução exonera o intermediário do dever de obter o melhor resultado possível para o seu cliente?<sup>147</sup>

Parece-nos que a resposta a esta questão deve assentar, por um lado, na *ratio* do regime, por outro lado, na dogmática da formação da vontade negocial.

Uma vez que uma resposta afirmativa poderia implicar uma fácil subversão da *ratio* que subjaz ao regime da *best execution* (v.g. protecção do investidor) e, bem assim, esvaziar algumas das suas normas de sentido útil - pois qualquer vontade contratual pouco esclarecida<sup>148</sup> teria o (des) mérito de eximir o intermediário do dever de prestar em termos legalmente conformes - somos da opinião que a adesão do investidor à política de execução não exonera o intermediário do dever de execução nas melhores condições.<sup>149</sup>

Todavia, em face do consentimento do cliente relativamente à política de execução, parece-nos que, nestes casos, ao intermediário bastará a prova de que executou as ordens do cliente em conformidade com a sua política e de que a mesma lhe foi devidamente comunicada,<sup>150</sup> ficando, por isso, o investidor onerado com a demonstração de que só deu o seu consentimento por ter sido indevidamente convencido de que a política de execução comunicada – e à qual aderiu - seria conforme aos seus interesses financeiros (v.g. por permitir obter o melhor resultado possível).<sup>151</sup>

152

---

<sup>147</sup> Cf. art. 340.º, n.º1 do C.C..

<sup>148</sup> Como será, em regra, a do investidor não qualificado.

<sup>149</sup> Contra, poderá invocar-se a existência, nestes casos, de um consentimento tácito de derrogação do dever de melhor execução. Todavia, mesmo nos casos em que tal pudesse hipotizar-se - o que, adiante-se, não nos parece verosímil - a sua admissibilidade sempre seria vedada por via de interpretação sistemática do Cód. VM, o qual faz depender a relevância do consentimento do cliente para efeitos de derrogação ou afastamento dos deveres do intermediário, de que o mesmo seja expressamente exteriorizado. Evidenciando a inadmissibilidade referenciada, CASTILHO DOS SANTOS, *op.cit.*, p. 206-207.

<sup>150</sup> O que em bom rigor, vai encontro do dever de o intermediário demonstrar, a pedido do cliente, que executou as suas ordens de acordo com a sua política de execução.

<sup>151</sup> Como é evidente, a facilidade com que esta demonstração será realizada, tenderá a ser inversamente proporcional aos níveis de literacia financeira do investidor.

<sup>152</sup> De contrário, e sob de *venire contra factum proprium*, não vemos como poderá o investidor peticionar o ressarcimento de danos provocados pela execução de uma ordem em termos relativamente aos quais deu a sua total anuência. Sendo que, salvo melhor opinião, a presunção de culpa do n.º 2 do art.

## 1.2. O dano

I. A responsabilidade civil do intermediário financeiro por violação do dever de melhor execução não se basta, porém, com a mera ilicitude emergente da violação do dever, exigindo também - a par com os outros pressupostos já elencados - que dessa violação tenham resultado danos para o cliente.

Todavia, uma vez que a *best execution* incide sobre realidades operacionais com significativo impacto no retorno económico de decisões de investimento, cremos que a ocorrência de danos será um dos principais corolários da sua violação.<sup>153</sup>

Situações em que da violação da *best execution* - nos termos já explicitados - não resultem danos para o cliente, serão, por isso, dificilmente hipotizáveis.<sup>154</sup>

II. Dada a tendencial irrepetibilidade das condições de mercado que determinaram a decisão de investimento, a reparação dos danos emergentes da sua execução tenderá a ser realizada, não por via do instituto da reconstituição natural<sup>155</sup>, mas através do arbitramento de uma indemnização, a qual deverá colocar o cliente numa situação patrimonial actual idêntica àquela em que o mesmo estaria se o dever tivesse sido pontualmente cumprido.<sup>156</sup>

---

304.º-A, em nada prejudica este entendimento. A nosso ver em sentido próximo, embora a propósito dos deveres de informação, vide FAZENDA MARTINS, “*Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*”, p. 335 Sobre o instituto do abuso de direito na modalidade de *venire contra factum proprium*, vide, entre outros, MENEZES CORDEIRO, “*Tratado de Direito Civil Português*”, Tomo IV, p.275-294; BAPTISTA MACHADO, “*Tutela da confiança e «venire contra factum proprium*”, in RLJ, Ano 117, p. 3725 -3729, e Ano 118, p. 3730-3737.

<sup>153</sup> Já o inverso nem sempre será verdade, pois, dada a natureza de meios e a razoabilidade que enformam o dever, nem todo o dano será apanágio da sua violação.

<sup>154</sup> Salvo nos casos, a nosso ver raros, em que essa violação venha a redundar na não execução de uma má decisão de investimento.

<sup>155</sup> Que tem sido recortada a partir da interpretação *a contrariu sensu* do n.º 2, do artigo 566.º, do C.C..

<sup>156</sup> Sobre a teoria da diferença e respetivas implicações práticas, vide, entre outros, PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, “*Código Civil Anotado*”, pp.576; MOTA PINTO, “*Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*”, pp. 553-567.



Na fixação de tal *quantum* indemnizatório haverá, por isso, que atender, não apenas aos danos emergentes, mas também aos lucros cessantes.<sup>157</sup> Sendo que os danos futuros – desde que previsíveis – serão também indemnizáveis.<sup>158</sup>

Destarte, o que foi supramencionado a propósito das dificuldades de aferição, pelo cliente, da violação da *best execution*, terá em sede de cálculo de danos plena aplicação.<sup>159</sup>

Isto, porque, em bom rigor, será com base na conclusão de que o intermediário não obteve o melhor resultado possível – à luz dos critérios que já referenciámos –, que poderá qualificar-se a execução da ordem como danosa, correspondendo o dano às vantagens que a execução noutras condições (*maxime*, nas condições impostas pelo dever) teria permitido obter.

O dano tenderá, por isso, a ser equivalente à diferença entre o resultado de execução efetivamente obtido e aquele que o razoável cumprimento da *best execution* teria permitido obter.<sup>160 161</sup>

Pelas razões já aduzidas - em sede de violação do dever, e para as quais já tivemos oportunidade de remeter -, cremos que não se trata de uma equação de fácil resolução, sendo certo que o recurso a entidades especializadas (v.g. consultoras) permitirá mitigar parte das dificuldades que a natureza técnico-financeira que a mesma pode convocar.<sup>162</sup>

---

<sup>157</sup> No mesmo sentido, *vide* CASTILHO DOS SANTOS, *op. cit.*, p. 216-217.

<sup>158</sup> Cf. art. 564.º, n.º 2, do C.C.. No mesmo sentido, CASTILHO DOS SANTOS, *op. cit.*, p. 219.

<sup>159</sup> Cf. *supra*, Cap. III, 1., pp. 44-45.

<sup>160</sup> Todavia, nos casos em que a violação da *best execution* se reconduza à simples inexecução, total ou parcial, da ordem, haverá sobretudo que atentar na evolução dos valores do instrumento não adquirido/não alienado, pois, *summo rigore*, serão os termos desta evolução – até ao presente e no futuro - que irão ditar o valor dos danos emergentes da violação do dever. Em sentido próximo, *vide* Acórdão do STJ de 27 de Janeiro de 2003, *in* BMJ n.º 423, ano 1993, p. 444.

<sup>161</sup> No sentido de que o valor do dano e, consequentemente, o valor da indemnização, devem ser calculados em termos subjectivos, isto é, de acordo com aquilo que a supressão ou violação do direito representam para o lesado, CASTILHO DOS SANTOS, “*A Responsabilidade...*”, p. 219-220.

<sup>162</sup> Sendo que, em sede judicial, estas entidades poderão ser chamadas a intervir como peritos. Sobre a prova pericial *vide* art. 576.º e ss, do Código de Processo Civil.

## **Capítulo IV - Perspectivas futuras: o impacto da revisão da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros no regime do dever de melhor execução**

Pese embora a DMIF, ao longo do seu período de vigência, tenha logrado atingir parte dos objetivos que motivaram a respetiva entrada em vigor<sup>163</sup>, as lições da recente crise financeira<sup>164</sup> e, bem assim, a evolução dos mercados<sup>165</sup>, não tardaram a ditar a necessidade da sua revisão.

Tal necessidade veio a culimar na publicação pela Comissão Europeia, no dia 20 de Outubro de 2011, de uma proposta de revisão daquela Directiva, a qual, estando dividida em duas partes – v.g. uma Diretiva (doravante, DMIF (II)) e um Regulamento (doravante, RMIF) – tem entrada em vigor esperada para 2013.<sup>166</sup>

Apesar das críticas que lhe têm vindo a ser paulatinamente apontadas, o regime da *best execution* permanecerá, no essencial, intocado pela revisão da DMIF.

De todo o modo, embora o legislador da União tenha optado por manter o dever na sua formulação actual, as poucas alterações propostas ao seu regime denotam, ainda assim, uma crescente sensibilização do legislador face às dificuldades que a exequibilidade prática do dever convoca, em especial em sede do controlo da qualidade da execução pelo investidor.

Da proposta do texto de revisão poderão, assim, vir a resultar as seguintes alterações/aditamentos ao regime actual da *best execution*:

---

<sup>163</sup> A redução do tempo de execução de ordens e a concorrência entre estruturas de negociação são, entre outros, exemplos de objectivos que a DMIF logrou atingir. Cf. K. LANNOO/D. VALIENTE, “*The Mifid Metamorphosis*”, p. 3-5.

<sup>164</sup> Em especial sobre o modo como a informação sobre oportunidades de negociação e preços dos instrumentos financeiros diferentes de acções é divulgada aos intervenientes no mercado. Cf. Considerando n.º 12 da proposta do RMIF.

<sup>165</sup> Nomeadamente o aparecimento da negociação algorítmica e/ou de alta frequência (*high frequency trading; algorithmic trading*)

<sup>166</sup> Todavia cumpre frisar que esta proposta foi precedida e vai ao encontro de uma consulta pública da Comissão, datada de 8 Dezembro de 2010.

- a) Clarificação do requisito referente à “adequação” da informação a prestar ao cliente sobre a política de execução do intermediário, o qual - esclarece a proposta do novo texto de harmonização europeia - consiste em “*explicar claramente, com um pormenor suficiente e de uma forma que seja facilmente compreensível para os clientes, o modo como as ordens irão ser executadas pela empresa*”;
- b) O dever dos intermediários de sintetizarem e publicarem, numa base anual e para cada classe de instrumentos financeiros, as cinco melhores plataformas de negociação onde executaram ordens dos clientes no ano precedente;
- c) O dever das plataformas de negociação de colocarem à disposição do público, sem quaisquer encargos, e pelo menos numa base anual, os dados relativos à qualidade da execução das transacções nessas plataformas.<sup>167</sup>

A par destas potenciais alterações com impacto na regra da *best execution*, a proposta Regulamentar da DMIF II (ou RMIF), prevê também a introdução e enquadramento legal de um novo tipo de plataforma de negociação – os sistemas de negociação organizados (*organized trading facility ou OTF* na sigla anglo-saxónica)<sup>168</sup>.

O facto de a previsão, no âmbito da DMIF II, desta nova plataforma de negociação, poder vir a dar cobertura normativa a muitas das plataformas informais que, até ao momento, têm vindo a operar à margem da regras da transparência, permite antecipar-lhe, desde já, um papel supressor de parte das consequências nefastas que aquelas “*dark pools of liquidity*” tem vindo a projectar sobre o controlo da qualidade de execução de ordens.<sup>169 170</sup>

---

<sup>167</sup> Cf. art. 27.º, n.ºs 2, 4 e 5 da DMIF (II),

<sup>168</sup> Uma definição de OTF pode ser encontrada no n.º 7, do art. 2.º, da proposta do RMIF.

<sup>169</sup> Sobre o relevo dos *dark pools* na Europa, cf. MIRANDA MIZEN, “*Trading in the dark in Europe: choice and complexity on the cusp of Europe*”.

Por outro lado, é também proposto o alargamento das regras de transparência<sup>171</sup> aos títulos de dívida, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão e instrumentos derivados.<sup>172</sup>

Uma vez que, como já foi referido, estas regras são essenciais ao controlo da qualidade da execução de ordens e, consequentemente, à aferição do cumprimento do dever de melhor execução, cremos que a sua entrada em vigor poderá vir a ter um impacto positivo de relevo na efectividade deste dever.

---

<sup>170</sup> Note-se, porém, que os *OTF* estarão sujeitos não apenas às regras da transparência, mas também à generalidade da norma de protecção do investidor, incluindo a *best execution*. Cf. Considerando n.º 8 da proposta do RMIF.

<sup>171</sup> Até agora aplicáveis apenas aos mercados de acções.

<sup>172</sup> Cf. arts. 7.º a 10.º da proposta RMIF.

### ***Conclusões***

Ao contrário do que seria outrora impensável, o dever de melhor execução dispõe hoje, no panorama europeu, de uma formulação normativa própria, caracterizada por significativa densidade prescritiva.

Embora o espectro primacialmente programático do dever permita superar parte das dificuldades emergentes da excessiva subjectividade do seu fim, a avaliação da qualidade da execução de ordens e, conseqüentemente, do cumprimento da *best execution*, continua a revelar-se, em regra, como uma tarefa árdua e complexa, longe, portanto, de ser facilmente executada pelo comum investidor.

A superação destas dificuldades não passa, contudo, a nosso ver, pela introdução de novas “variáveis” na “equação normativa” da *best execution*, mas sim pela consolidação e aprimoramento dos regimes que indiretamente condicionam a efetividade do dever, *maxime* do regime da consolidação de dados e da transparência pré e pós-negociação.

As novas propostas regulatórias da União permitem, por isso, antever a superação *ex lege* de parte dos défices cognitivos que têm vindo a inquirar o aproveitamento das virtualidades de tutela que a *best execution* permite perceber.

## **BIBLIOGRAFIA**

ANTUNES, José Brito, “ *Notas pessoais sobre o processo Lamfalussy*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 18, 2004, 48-61.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, “*Consultation on enforcing the best-execution principles in MiFID and its implementing directive*”, 2006, disponível em: <http://www.amf-france.org>

BOUSSEMA, Meriam/ BUENO, Alain/ SÉQUIER, Pierre, “*Transaction Costs and Trading Strategies*”, in *Best Execution - Executing Transactions in Securities Markets on behalf of Investors – A collection of essays*, Londres, 2002, 18-25.

BUDIMIR, Miroslav/ HOLTSMANN, Carsten / NEUMANN, Dirk, “*The Design of a Best Execution Market*”, disponível em: [http://www.iw.uni-karlsruhe.de/Publications/2001\\_11\\_BudimirHoltmannNeumann\\_BestExecutionMarket.pdf](http://www.iw.uni-karlsruhe.de/Publications/2001_11_BudimirHoltmannNeumann_BestExecutionMarket.pdf)

CÂMARA, Paulo, “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, 1.ª Edição, Coimbra, 2009.

- “*A regulação baseada em princípios e a DMIF*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º27, 2007

CASAL, Nuno, “*Best Execution - Execução nas melhores condições ou o Dever de Obter o Melhor Resultado Possível*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º27, 2007;

- “*Diligência exigida aos intermediários financeiros no cumprimento de ordens de bolsa*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1998, 169-195.

CASEY, Jean-Pierre / LANNON, Karel, “*The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*”, ECMI POLICY BRIEF, n.º1, Mai- 2006.

CASEY, Jean Pierre, “*Bond market transparency: To regulate or not to regulate...*”, ECMI Policy Brief, Dez-2006.

CASEY, Jean-Pierre / Karel Lannoo, “*The MiFID revolution*”, Cambridge University Press, 2009.

CESR, “*Best execution under MiFID*”, Public Consultation, Ref: CESR/07-050b, Fev.-2007, disponível em: <http://www.esma.europa.eu>

CESR “*Best execution under MiFID*” - *Questions and Answers*, Ref: CESR/07-320, Mai.-2007, disponível em: <http://www.esma.europa.eu>

COLLIER, Nick, “*Achieving best execution in “fragmented” European markets*”, in *Best Execution - Executing Transactions in Securities Markets on behalf of Investors - A collection of essays*, European Asset Management Association, Londres, 2002, 25-30.

COMISSÃO EUROPEIA, Proposta relativa à Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, de 19 de Novembro de 2002, disponível em: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0625:FIN:EN:PDF>

COMISSÃO EUROPEIA, “*Your questions on MiFID – Questions and Answers*”, 2008, disponível em: <http://ec.europa.eu>

COMISSÃO EUROPEIA, Consulta pública relativa à revisão da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, de 8 de Dezembro de 2010, disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf)

COMISSÃO EUROPEIA, *MiFID Background Note*, disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf)

CORDEIRO, António Menezes, “*Tratado de Direito Civil Português*”, Tomo IV, Almedina, 2005.

D’HONT, Catherine / GIRAUD, Jean-René, “*MiFID: The (In)famous European Directive?*”, Mar.-2007.

EDHEC-RISK-ADVISORY, “*Transaction Cost Analysis A-Z- A Step towards Best Execution in the Post-Mifid Landscape*”, França, Nov-2008.

FERRARINI, Guido, “*The European regulation of stock exchanges: new perspectives*”, in *Common Market Law Review* Nº 3 (1999), Vol. 36, 569-598;

- “*Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the LAMFALUSSY Regulatory Architecture*”, *Institute for Law and Finance WPS*, n.º 39, 2005;

- “*Best execution and competition between trading venues*”, in *Capital Markets Law Journal*, 2007, Vol.2 , n.º4, 404-413;

- “*Market Transparency and Best Execution: Bond trading under MiFID*”, *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION*, M. Tison *et al.*, Cambridge University Press, 2009, 477-496;

FERRARINI, Guido / RECINE, Fabio, “*The MiFID and Internalisation*”, in *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, 2006, 235-270.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, “*Best Execution*”, *Discussion Paper*, Londres, 2001, disponível em: <http://www.fsa.gov.uk>;

- Discussion Paper DP06/03, “*Implementing MiFID’s best execution requirements*”, Mai.-2006, disponível em: <http://www.fsa.gov.uk>

FRASE, Dick, “*Conduct of Business Standards - Best Execution*”, in Matthew Elderfield, *A Practitioner’s Guide to MiFID*, 1.ª ed., Londres, City & Financial Publishing, 2007, 185-212.

GIRAUD, Jean-René / D’HONDT, Catherine, “*Best execution: the (in)famous provision - a journey with Sisyphus and Icarus*”, in *MiFID - Convergence towards a unified European capital markets industry*, Risk Books, 2006, 153-183.

HARRIS, Lawrence, “*The economics of best execution*”, paper presented at New York Stock Exchange Conference on the Search for the Best Price, New York, 1996.

ISELI, Thomas, Alexander F. Wagner and Rolf H. Weber, “*Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive*”, *Law and Financial Markets Review*, Julho, 2007, 31–43.

JANIN, Stéphane, “*MiFID impact on investment managers*”, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol.15, n.º1 ,2007, 90-98.



KIRBY, Anthony, “*Best execution*”, in Chris Skinner, “*The future of investing: in Europe's markets after MiFID*”, 1.<sup>a</sup> Edição, Chichester, John Wiley & Sons, 2007, 31-63.

KRUITHOF, Marc / GERVEN, Walter, “*A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID*”, Ghent University Financial Law Institute Working Paper, Jun.-2010, disponível em: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

LANNOO, Karel/ VALIENTE, Diego, “*The Mifid Metamorphosis, ECMI POLICY BRIEF, n.º16, Out.-2010*.”

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, Coimbra, 2000, 129-156;

- “*Direito das Obrigações*”, Vol. I, 5.<sup>a</sup> ed. Coimbra, 2006.

LIMA, Pires de / VARELA, Antunes, “*Código Civil Anotado*”, I, 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra Editora

MACHADO, Baptista, “*Tutela da confiança e «venire contra factum proprium*”, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 117, p. 3725 -3729.

MACEY, Jonathan R./ O’HARA, Maureen, “*The Law and Economics of Best Execution*”, in *Journal of Financial Intermediation*, n.º 6, 1997; 188-223;

- “*From orders to markets, regulation*”, Yale Law & Economics Research Paper, N.º 321. Summer 2005, pp. 62-70.

MARTINS, José Pedro Fazenda, “*Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º7, Abril, 2000, 329-349.

MCCLESKEY, Scott, “*Achieving Market Integration*”, Oxford University Press, 2004.

MIZEN, Miranda, “*Trading in the dark in Europe: choice and complexity on the cusp of Europe*”, in [www.tabbgroup.com](http://www.tabbgroup.com)

MOLONEY, Niahm, *“The Current Framework on European Securities Regulation – The Lamfalussy Process and Recent Evidence on it’s operation : An examination of Level 2 and Level 3 and the Role of the Committee of European Securities Regulators”*, 2007;

- *“EC Securities Regulation”*, 2.º Edição, Oxford University Press, 2008.

PINTO, Paulo Mota, *“Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo”*, Vol. I, Coimbra, 2008.

ROCHA, Rafaela, *“ Categorização de investidores no âmbito da intermediação financeira – Apontamentos sobre o novo regime”*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n. º 27, 2007, pp.97-106.

RYAN, John, *“An Overview of MiFID”*, in *“The future of investing: in Europe’s markets after MiFID”*, 1.ª Edição, Chichester, John Wiley & Sons, 2007, 13-29.

TOBIAS CONTE/ MATTHIAS BURGHART, *“A Process Model for Best Execution”*, disponível em: <http://www.informatik.uni-trier.de/~ley/db/conf/financecom/financecom2007.html#ConteB07>

SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *“A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente”*, Almedina, 2008.